Initiation de couverture – 03/11/2026

Unidata

Télécommunications



ACHAT

Au-delà de la connectivité

Fondé en 1985 et basé à Rome, Unidata est un opérateur italien de télécommunications et d'infrastructures numériques, coté sur Euronext STAR Milan. Le groupe fournit des solutions de connectivité, de cloud, de data centers et d'IoT à une clientèle composée d'entreprises, d'administrations publiques, d'opérateurs wholesale et de particuliers. Historiquement centré sur son réseau fibre propriétaire à Rome et dans le Latium, Unidata a significativement changé d'échelle et étendu sa présence nationale avec l'acquisition de TWT en 2023, tout en développant un modèle d'infrastructures efficient en capital au travers de coentreprises stratégiques dans la fibre, les câbles sous-marins et les data centers. Après cette phase de transformation, Unidata ouvre désormais un nouveau chapitre en accélérant sa transition de TelCo vers TechCo, avec un accent mis sur les services ICT à plus forte valeur ajoutée, l'amélioration de la qualité des revenus et le renforcement de la génération de trésorerie. En 2025, le chiffre d'affaires du groupe a progressé de 8% à 109,5 M€, tandis que l'EBITDA ajusté a atteint 29,4 M€, soit une marge de 26,9%, et que la dette nette a reculé à 37,7 M€. À moyen terme, la montée en puissance de l'ICT, la monétisation des infrastructures et la poursuite du désendettement devraient soutenir la création de valeur. Nous initions la couverture d'Unidata avec une recommandation **Achat** et un objectif de cours de **4,10 €**.



Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

Snapshot

Unidata S.p.A. est un opérateur italien de télécommunications et d'infrastructures numériques, fondé à Rome en 1985 et toujours dirigé par ses trois fondateurs, qui contrôlent environ 55% du capital via Uninvest. Le groupe intervient dans la fibre et les réseaux, le cloud et les data centers ainsi que dans l'IoT et les solutions intelligentes. Il adresse une clientèle composée d'entreprises, d'administrations publiques, d'opérateurs wholesale et de particuliers, au travers de canaux directs, indirects et de revendeurs. L'acquisition de TWT en 2023 a significativement accru la taille du groupe et marqué l'entrée dans une nouvelle phase, davantage axée sur la qualité du portefeuille, la discipline financière et la montée progressive des activités ICT à plus forte valeur ajoutée, notamment le cloud computing, les services IoT, la cybersécurité et les data centers/colocation.

La connectivité demeure le socle commercial du groupe, soutenue par une empreinte fibre d'environ 8 880 km, incluant Unifiber, et près de 550 000 locaux résidentiels et professionnels couverts à fin juin 2026. Au S1 2026, les revenus de Services ont atteint 38,4 M€, soit environ 72% du chiffre d'affaires du groupe, tandis que l'Infrastructure a contribué à hauteur de 14,1 M€, principalement portée par les travaux de construction réalisés pour Unifiber.

Le business plan 2026-2028 formalise la transition du groupe de « TelCo » vers « TechCo ». Le management vise un chiffre d'affaires de 138-142 M€ à horizon 2028, avec une contribution de l'ICT passant d'environ 8% à 18% du chiffre d'affaires, une marge d'EBITDA ajusté d'environ 24% et une dette nette comprise entre 26 M€ et 28 M€.

Un second pilier de la thèse d'investissement réside dans les coentreprises d'infrastructures d'Unidata. Unifiber Italy, Unitirreno et UniCenter représentent environ 225 M€ d'investissements projetés, pour lesquels Unidata a apporté à ce jour environ 20 M€ de fonds propres, soit moins de 10% du total. Ces véhicules donnent au groupe une exposition à des infrastructures FTTH, à un câble sous-marin de 900 km et à un data center Tier IV de 20 MW, tout en lui permettant de conserver un rôle industriel, opérationnel et commercial. Les résultats et la dette de ces actifs ne sont pas consolidés ligne par ligne, ce qui limite leur prise en compte dans une approche conventionnelle de valorisation par EV/EBITDA groupe.

La thèse d'investissement repose désormais moins sur un retour aux niveaux historiques de marge que sur l'amélioration du mix de revenus, la génération de trésorerie, le désendettement et la valorisation progressive des coentreprises. À 3,6x l'EV/EBITDA 2027e, contre 6,0x pour les comparables, nous estimons que la valorisation actuelle ne reflète pas pleinement l'amélioration du mix d'activités ni l'optionalité liée aux infrastructures. Nous initions la couverture avec une recommandation Achat et un objectif de cours de 4,10 €, soit un potentiel de hausse de +29%.



Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

Pourquoi investir dans Unidata ?



Une exposition directe à des thèmes en croissance structurelle



Un mix de revenus de meilleure qualité (ICT : de 8% ➔ 18% CA)



Optionalité des JV : 225 M€ de projets pour environ 20 M€ engagés à date par Unidata



Une trajectoire de désendettement claire (€43,9m au S1 26 ➔ €31,6m en 2028e)



Une valorisation attractive au regard des fondamentaux



Un potentiel d'upside significatif: >29%

Sommaire

POURQUOI INVESTIR DANS UNIDATA ? 3

SOMMAIRE 4

SWOT 5

D'UN OPERATEUR REGIONAL A UNE PLATEFORME NATIONALE D'INFRASTRUCTURES NUMERIQUES 6

UN CONTROLE FONDATEUR TOUJOURS FORT, AVEC UN FLOTTANT SIGNIFICATIF 8

UN MODELE INTEGRE, SOUTENU PAR LES SERVICES ET LES COENTREPRISES 9

LES JV: ETENDRE LES INFRASTRUCTURES SANS EN FINANCER L'INTEGRALITE 16

DYNAMIQUE DE MARCHE: STABILITE DU FIXE, CROISSANCE PLUS SOUTENUE DANS L'ICT 20

UN MODELE ECONOMIQUE RECONSTRUIT AUTOUR DU CHANGEMENT D'ECHELLE 24

ESTIMATIONS 2026E-2028E 32

VALORISATION ET OBJECTIF DE COURS 38



Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

SWOT

S

Forces

- Réseau FTTH propriétaire de 8 880 km, avec une forte densité à Rome et dans le Latium
- Groupe toujours dirigé par ses fondateurs, fort alignement de long terme
- Deux data centers propriétaires, complétés par la franchise IoT / smart metering UniWAN
- Base récurrente de clientèle B2B dans la connectivité

W

Faiblesses

- Pricing power limité
- Taille encore réduite par rapport aux principaux concurrents
- Marges structurellement plus faibles depuis l'acquisition de TWT

O

Opportunités

- Évolution du mix vers l'ICT, avec une contribution visée autour de 20% du chiffre d'affaires à horizon 2028
- Potentiel de création de valeur encore peu reflété par les actifs détenus via les coentreprises, notamment Unitirreno et UniCenter
- Consolidation du secteur
- Migration du cuivre vers la fibre en Italie et croissance de la demande liée à l'IA et au cloud

T

Menaces

- Risque d'exécution sur la montée en puissance de l'ICT et la monétisation des JV
- Normalisation progressive des revenus de construction liés à Unifiber
- Intensification de la concurrence des grands opérateurs télécoms et des hyperscalers



Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

D'un opérateur régional à une plateforme nationale d'infrastructures numériques

Origines et développement d'Unidata, de 1985 à 2019 : Unidata a été fondé à Rome en 1985 par Renato Brunetti, Marcello Vispi et Claudio Bianchi, toujours présents au sein du groupe et détenant chacun une participation identique dans la holding de contrôle Uninvest. Initialement positionnée dans la production de PC et de serveurs, la société s'est progressivement transformée à partir de la fin des années 1990 pour devenir fournisseur d'accès à Internet. Elle a alors développé son propre réseau FTTH et sans fil, principalement à Rome et dans le Latium, ainsi que ses propres data centers. En plus de trois décennies, Unidata est ainsi passé d'un fournisseur local de connectivité à un opérateur intégré de télécommunications, de cloud et d'IoT, tout en conservant un actionnariat fondateur stable et un positionnement relativement défensif dans le très haut débit.

Introduction en Bourse et accélération de la croissance, de 2020 à 2022 : Unidata s'est introduit sur AIM Italia le 16 mars 2020, marché devenu par la suite Euronext Growth Milan. L'opération a permis de lever 5,7 M€ sur la base d'une valorisation post-money d'environ 31,7 M€, avec un flottant proche de 18%, permettant aux fondateurs de conserver le contrôle du groupe. Cette période marque également le lancement des principaux véhicules de co-investissement en infrastructures : Unifiber en 2020, coentreprise FTTH dédiée aux « zones grises » avec le Connecting Europe Broadband Fund (CEBF), puis Unitirreno en 2022, destiné au développement d'un câble sous-marin en mer Tyrrhénienne avec Azimut, avant le lancement ultérieur d'UniCenter dans les data centers. Sur la période, le chiffre d'affaires a fortement progressé, passant de 23,4 M€ en 2020 à 37,0 M€ en 2021 puis 51,3 M€ en 2022

Une acquisition structurante en 2023 : L'acquisition de TWT Group constitue le principal point d'inflexion dans l'histoire récente d'Unidata. Basé à Milan et spécialisé dans les télécommunications et les services ICT B2B, TWT comptait plus de 33 000 clients directs et indirects, disposait d'un data center Tier 3+ d'environ 650 m² et avait réalisé 58,7 M€ de chiffre d'affaires en 2021, avec près de 14 M€ de trésorerie nette. Annoncée en novembre 2022 et finalisée le 28 février 2023, l'opération représentait une contrepartie totale d'environ 58 M€, dont 50 M€ en numéraire et 8 M€ en actions Unidata nouvellement émises. Le financement a reposé sur la trésorerie disponible, un prêt syndiqué auprès d'un pool bancaire et une augmentation de capital de 15 M€. Fusionné avec Unidata la même année, TWT a apporté une base de clientèle B2B plus large, un réseau de revendeurs et une plateforme propriétaire dédiée, tout en renforçant les offres de VoIP, cloud et hébergement. L'opération a ainsi permis à Unidata de passer d'un positionnement essentiellement régional à une présence nationale articulée autour de Rome et Milan. Le chiffre d'affaires publié a atteint 93,3 M€ en 2023, ou 100,7 M€ en pro forma en consolidant TWT sur douze mois. Ce changement d'échelle s'est néanmoins accompagné d'une forte hausse de l'endettement, avec une dette financière nette passant de 9,6 M€ fin 2022 à 47,9 M€ fin 2023.

Intégration, désendettement et montée en puissance des infrastructures, de 2024 à 2025 : Les exercices 2024 et 2025 ont principalement été consacrés à l'intégration du nouvel ensemble. Le groupe a unifié son CRM, son catalogue de produits et son reporting, réduit progressivement l'activité de trading de voix à faible marge héritée de TWT et poursuivi le développement de ses infrastructures fibre. Fin 2024, Unidata a



Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

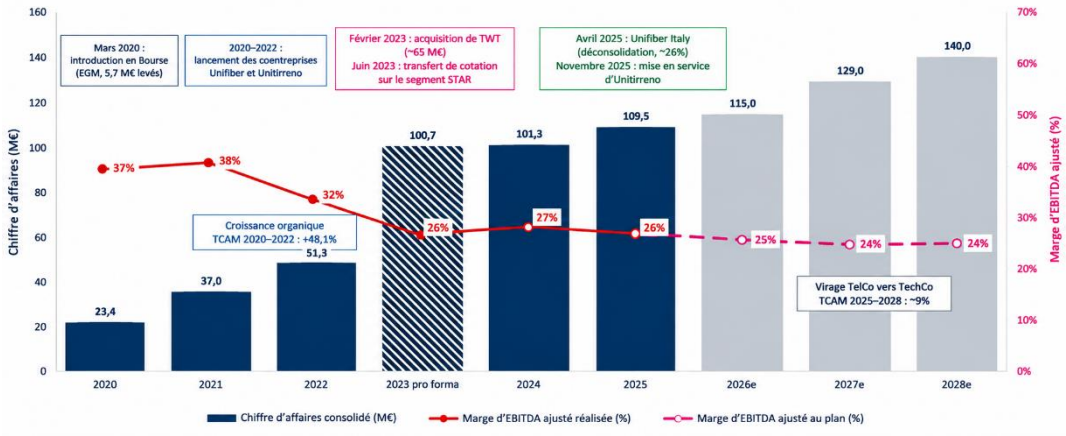
acquis 11% de Cliofiber auprès du partenaire industriel du CEBF dans les Pouilles. En avril 2025, les participations dans Cliofiber et Unifiber ont ensuite été regroupées au sein d'Unifiber Italy, détenu à environ 26% par Unidata et 74% par le CEBF, et comptabilisé selon la méthode de mise en équivalence.

En parallèle, le câble sous-marin Unitirreno est devenu opérationnel en novembre 2025. Le chiffre d'affaires du groupe a progressé de 101,3 M€ en 2024 à 109,4 M€ en 2025, tandis que l'EBITDA ajusté est passé de 27,4 M€ à 29,4 M€, soit une marge proche de 27%. La dette financière nette a dans le même temps reculé à 37,7 M€, soutenue par la génération de trésorerie opérationnelle et par la renégociation, mi-2025, du financement bancaire d'environ 50 M€.

Le virage de TelCo vers TechCo à partir de 2026 : Le 1er décembre 2025, le Conseil d'administration a approuvé un business plan pour la période 2026-2028. Celui-ci vise un chiffre d'affaires compris entre 138 M€ et 142 M€ à horizon 2028, soit un TCAM d'environ 9% entre 2025 et 2028e, une marge d'EBITDA ajusté convergeant vers 24%, 67 M€ de capex cumulés et une dette nette ramenée à 26-28 M€.

Le plan repose sur une évolution progressive du modèle, de la connectivité « TelCo » vers des activités « TechCo » à plus forte valeur ajoutée. Le cloud, les data centers, l'IoT et la cybersécurité devraient ainsi représenter près de 18% du chiffre d'affaires en 2028, contre environ 8% actuellement, avec une montée en puissance principalement concentrée sur la clientèle B2B. Unidata a également engagé une première ouverture internationale via un partenariat commercial et stratégique de trois ans avec Serdal Holding à Abu Dhabi afin d'adresser le marché des Émirats arabes unis, sans contribution intégrée au plan à ce stade. Enfin, UniCenter, la coentreprise de data center Tier IV développée avec Azimut et détenue à 25% par Unidata, se trouve encore dans les premières phases de construction.

Un parcours boursier marqué par la transformation d'un opérateur régional en TechCo



Sources : Société, Euroland Corporate

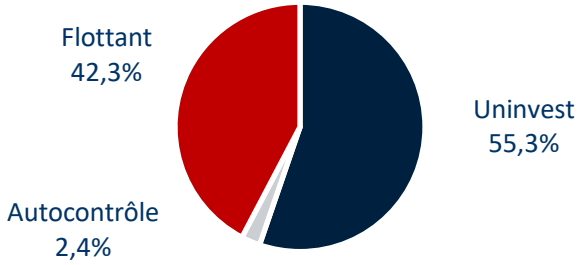
Un contrôle fondateur toujours fort, avec un flottant significatif

Les trois fondateurs du groupe, Renato Brunetti, Marcello Vispi et Claudio Bianchi, contrôlent conjointement Unidata via Uninvest S.r.l., détenue à parts égales entre eux. Uninvest possède actuellement 55,25% du capital, assurant aux fondateurs un contrôle clair de la société. Celui-ci est encore renforcé par le mécanisme de droits de vote majorés d'Unidata : lors de l'Assemblée générale de mai 2026, la participation d'Uninvest représentait 71,96% des droits de vote.

Les fondateurs restent par ailleurs directement impliqués dans la gestion du groupe. Renato Brunetti occupe les fonctions de Président-Directeur général, Marcello Vispi celles de Vice-Président, tandis que Claudio Bianchi demeure responsable des activités Data Center. Tous trois sont présents au sein d'Unidata depuis sa création en 1985.

Le flottant représente environ 42,3% du capital, tandis que les actions auto-détenues atteignent 2,48%, à la suite des derniers rachats d'actions réalisés en septembre 2026.

Structure de l'actionnariat du groupe au 31 décembre 2025



Sources : Société, Euroland Corporate

L'alignement des fondateurs ne se limite pas à leur participation au capital mais se traduit également sur le plan opérationnel. Renato Brunetti demeure Président-Directeur général, Marcello Vispi Vice-Président, tandis que Claudio Bianchi continue de superviser les activités de data centers du groupe. Tous trois sont impliqués dans Unidata depuis sa création en 1985, assurant une continuité particulièrement forte à la fois dans l'actionnariat et dans la gouvernance.



Un modèle intégré, soutenu par les services et les coentreprises

1. Un opérateur intégré de réseaux et de services ICT

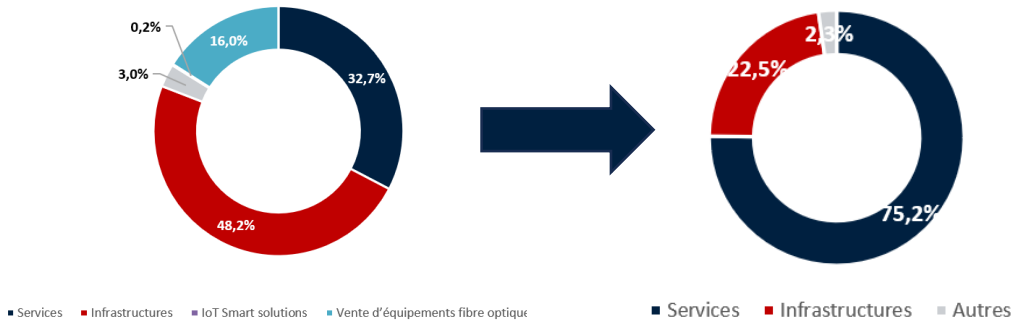
Unidata combine des infrastructures télécom propriétaires avec une offre de plus en plus large de services de connectivité et d'ICT. À fin juin 2026, son empreinte opérationnelle représentait environ 8 880 km de fibre à travers Unidata et Unifiber, couvrant près de 550 000 locaux résidentiels et professionnels. Ce réseau fibre est complété par UniWAN, un réseau sans fil LoRaWAN dédié aux applications IoT, ainsi que par deux data centers propriétaires situés à Rome et Milan, d'une superficie respective de 800 m² et 650 m².

Le groupe monétise ses infrastructures à travers une combinaison de connectivité auprès des clients finaux, de capacité vendue aux opérateurs et de services numériques à plus forte valeur ajoutée, tout en intervenant également dans des projets de déploiement de réseaux et d'infrastructures. Son offre commerciale s'articule autour de quatre activités : Connectivité, Infrastructure, services ICT et IoT & Smart Solutions. La distribution repose à la fois sur des relations directes avec les particuliers, les entreprises et les administrations publiques, sur des canaux indirects via des revendeurs et partenaires, ainsi que sur des services destinés aux opérateurs télécoms.

Le développement du réseau s'appuie par ailleurs de plus en plus sur des coentreprises mises en équivalence aux côtés d'investisseurs spécialisés dans les infrastructures. Ce modèle permet à Unidata de conserver un rôle industriel et opérationnel tout en partageant une partie des besoins de financement liés au développement des actifs.

En 2025, le chiffre d'affaires consolidé a atteint 109,5 M€, en hausse de +8% sur un an. Les Services représentaient 75,2% du chiffre d'affaires, contre 22,5% pour l'Infrastructure et 2,3% pour les autres revenus. Les revenus de Services ont progressé de +12%, tandis que ceux de l'Infrastructure ont reculé de -4%. L'EBITDA ajusté a augmenté de +3% à 29,4 M€, avec une marge de 26,9%, contre 28,1% en données retraitées en 2024.

Répartition des revenus par segments, 2021-2025



Sources : Société, Euroland Corporate

Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

2. La qualité des revenus offre une lecture plus pertinente que la segmentation publiée

La distinction comptable entre Services et Infrastructure ne reflète qu'imparfaitement les caractéristiques économiques des revenus d'Unidata. Les Services regroupent en effet à la fois des activités fortement récurrentes et des revenus significatifs liés à des projets. Cette différence était particulièrement visible en 2025 : 93,7% des revenus Business étaient récurrents, tandis que 91,1% des revenus Wholesale et 89,0% des revenus issus des administrations publiques étaient liés à des projets.

Nous préférons donc analyser les revenus d'Unidata au travers de trois catégories économiques distinctes :

1/ Revenus directs et contractuels récurrents, forte visibilité (27,2% du CA 2025). Cette catégorie regroupe les revenus Consumer ainsi que les revenus récurrents issus des clients Business et des administrations publiques. Elle représente 27,2% du chiffre d'affaires 2025. Ces revenus sont majoritairement récurrents, offrent une bonne visibilité et présentent généralement un profil de besoin en fonds de roulement plus prévisible.

2/ Revenus issus des partenaires et des opérateurs, visibilité intermédiaire (32,9% du CA 2025). Cette catégorie regroupe les revendeurs, les revenus Wholesale récurrents et le trading de voix. Ces activités apportent au groupe des volumes et une couverture géographique étendue, mais Unidata maîtrise moins directement la relation avec le client final. La qualité de ces revenus est ainsi inférieure à celle des canaux directs.

3/ Revenus liés aux projets, visibilité plus faible (37,6% du CA 2025). Cette catégorie comprend notamment les projets pour les administrations publiques, les appels d'offres IoT et les travaux d'infrastructure. La reconnaissance du chiffre d'affaires dépend de l'avancement des projets et de différents jalons contractuels, entraînant un profil de revenus plus irrégulier et une consommation de BFR plus importante.

Cette distinction est importante, car chacune de ces catégories présente un profil différent en matière de visibilité, maîtrise de la relation client, intensité en BFR et conversion en trésorerie.

Distinction des activités d'Unidata

CA M€	% CA FY25	Type de revenus	Activités principales	Profil de revenus	Visibilité	Intensité BFR
29,8	27,2%	**Récurrent direct**	Entreprises + Particuliers + Secteur public récurrent + abonnements TIC	Contractuel	Élevée	Faible
36	32,9%	**Partenaires / Wholesale**	Revendeurs + Wholesale récurrent + Voix	Lié aux volumes	Moyenne	Moyenne
41,1	37,6%	**Projets**	Projets Entreprises + Projets Wholesale + Projets Secteur public + Infrastructure	Par jalons	Plus faible	Élevée
2,5	2,3%	**Autres**	Produits différés + autres produits			

Sources : Société, Euroland Corporate



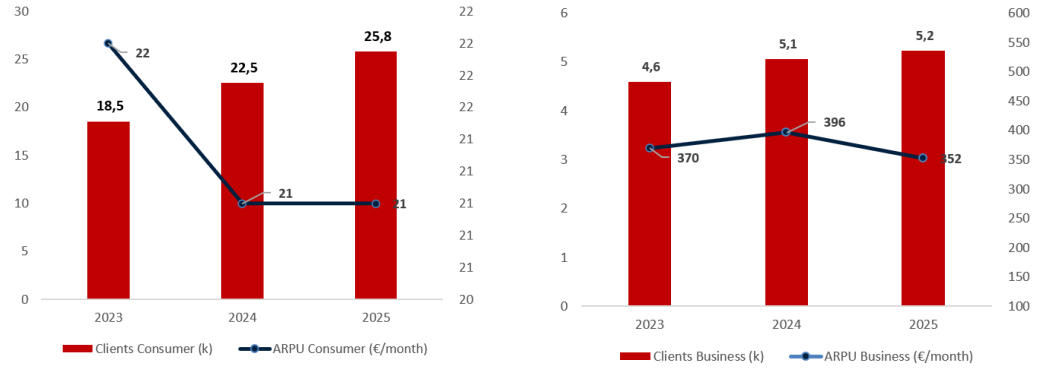
3. La connectivité reste le cœur du modèle, portée avant tout par les volumes

La connectivité demeure le socle économique de l'offre d'Unidata et le principal point d'entrée pour la vente croisée de services complémentaires, autour notamment des accès FTTH et de la VoIP. Dans ses zones historiques, les services sont majoritairement fournis sur le réseau fibre propre du groupe. Ailleurs, Unidata complète sa couverture par des accès achetés auprès d'opérateurs tiers, notamment pour alimenter son canal de revendeurs.

Base clients. À fin 2025, le groupe comptait 31 022 clients directs, en hausse de 13% sur un an, dont 25 798 clients particuliers (+14,5%) et 5 224 clients Business (+3,2%). L'ARPU des particuliers est resté stable à 21 €/mois, tandis que celui des clients Business a reculé de 11% à 352 €/mois, contre 396 € un an plus tôt. Le réseau de partenaires comptait par ailleurs 34 314 lignes en marque blanche.

Mix de revenus. Le canal des revendeurs constitue la première source de chiffre d'affaires, avec 27,5% des revenus 2025, devant les clients Business à 22,3%, les activités Wholesale à 8,6%, les administrations publiques à 6,5%, les particuliers à 5,7% et le trading de voix à 4,7%.

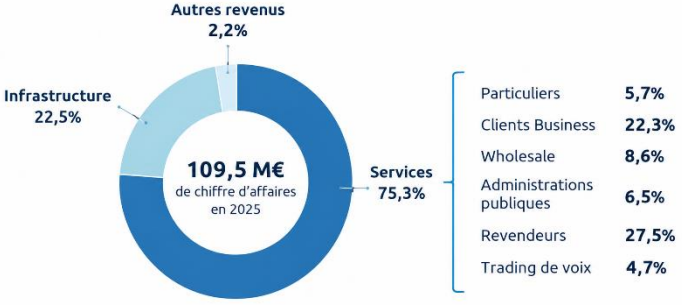
Évolution du nombre de clients particuliers et Business (k) et de l'ARPU (€/mois), 2023–2025



Sources : Société, Euroland Corporate

La clientèle Business constitue le principal socle B2B direct du groupe et la plateforme naturelle pour le cross-selling des services ICT. Le segment Consumer affiche une croissance nettement plus soutenue, mais avec un ARPU structurellement faible. Le canal des revendeurs apporte quant à lui de l'échelle et étend la couverture commerciale au-delà de l'empreinte réseau propriétaire d'Unidata.

Répartition du chiffre d'affaires par activité (% des revenus 2025)



Sources : Société, Euroland Corporate

TWT : l'acquisition qui a transformé Unidata

Finalisée en février 2023, l'acquisition de TWT a profondément transformé le profil d'Unidata. Historiquement concentré à Rome et dans le Latium, le groupe a intégré un opérateur télécom et ICT B2B basé à Milan, disposant d'une couverture nationale. Au moment de l'opération, TWT servait plus de 33 000 clients, directement ou via son réseau de revendeurs, et disposait également d'un data center à Milan. L'acquisition a ainsi accéléré le passage d'Unidata d'un opérateur régional à un acteur intégré présent à l'échelle nationale.

Une logique avant tout commerciale et de distribution. TWT a apporté une base de clientèle B2B significative et surtout un réseau de revendeurs déjà établi, qu'Unidata aurait mis plusieurs années à développer organiquement. L'opération a également créé de nouvelles opportunités de cross-selling dans la connectivité, l'ICT et le cloud, tout en permettant de basculer une partie des flux sur les infrastructures propres d'Unidata. Cette contribution reste très visible aujourd'hui : en 2025, les revendeurs constituaient encore le premier canal de revenus du groupe, avec 27,5% du chiffre d'affaires.

Un changement profond du profil financier. L'opération a été annoncée sur la base d'une valeur d'entreprise de 58 M€, soit environ 7,7x l'EBITDA 2022e de TWT avant synergies. Elle a été financée par environ 40 M€ de dette d'acquisition ainsi que par des fonds propres, incluant un réinvestissement du vendeur de 8 M€. La dette financière nette d'Unidata est ainsi passée de 9,6 M€ fin 2022 à 47,9 M€ fin 2023, faisant du désendettement un nouvel élément central de la thèse d'investissement.

Une dilution structurelle des marges. Avant l'acquisition, Unidata affichait une marge d'EBITDA de 31,6% en 2022, tandis que TWT présentait une rentabilité structurellement plus faible, notamment en raison de son exposition au trading de voix à faible marge. Le groupe a progressivement réduit cette activité après l'opération, permettant un redressement partiel de la rentabilité. La marge d'EBITDA ajusté est ainsi passée de 26,1% en 2023 à 26,9% en 2025, sans toutefois retrouver les niveaux historiques d'Unidata standalone.

Fusion de TWT et impact financier

(M€)	FY22 Unidata	FY23 Groupe publié	FY23 Groupe pro forma*
Chiffre d'affaires total	51,3	93,3	100,7
EBITDA ajusté**	**16,2**	**24,4**	**26,1**
Marge d'EBITDA ajusté	31,6%	26,1%	25,9%
EBIT	**10,7**	**12,3**	**13,7**
Marge d'EBIT	20,9%	13,2%	13,6%
Résultat financier net	-0,1	-3,0	-3,1
Résultat net	7,5	6,7	7,7
Dette financière nette	**9,6**	**47,9**	**—**
DFN / EBITDA ajusté	0,6x	2,0x	1,8x

* Pro forma incluant TWT à compter du 1er janvier 2023 (12 mois contre 10 mois dans le publié).
** L'EBITDA ajusté exclut environ 2,0 M€ de coûts non récurrents liés à l'acquisition de TWT et au transfert de cotation sur Euronext STAR Milan.

Sources : Société, Euroland Corporate



Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

Notre lecture. TWT a rempli son principal objectif stratégique en donnant à Unidata une couverture commerciale nationale, une base de clientèle B2B nettement plus large et un canal de revendeurs qui reste aujourd'hui central dans le mix de revenus du groupe. En contrepartie, l'opération a entraîné une baisse structurelle du profil de marge et une hausse significative de l'endettement. L'enjeu n'est désormais plus l'intégration elle-même, mais la capacité de la plateforme élargie à convertir sa base clients et sa couverture commerciale en croissance, conformément aux ambitions du plan actuel.

4. ICT, Cloud & Data centers: le prochain relais de croissance

Unidata propose des solutions IaaS, SaaS et PaaS, ainsi que des services de colocation, de cybersécurité managée et de reprise après sinistre, à travers deux infrastructures propriétaires : un data center Tier IV de 800 m² à Rome et un site Tier III de 650 m² à Milan.

La logique stratégique est claire. La connectivité offre à Unidata une relation B2B existante sur laquelle le groupe peut greffer des services à plus forte valeur ajoutée, faisant évoluer son offre d'un simple accès télécom vers une proposition intégrée mêlant IT et communications. C'est le cœur de la transition annoncée par le management de TelCo vers TechCo.

La principale limite analytique reste toutefois le niveau de détail de l'information publiée. Unidata ne reporte qu'un seul segment opérationnel et ne communique pas séparément le chiffre d'affaires ni la rentabilité du Cloud, des data centers ou de la cybersécurité.

Le management vise néanmoins une évolution significative du mix. La part du Retail devrait passer d'environ 36% du chiffre d'affaires du groupe en 2025 à près de 49% en 2028, tandis que les services ICT progresseraient de 22% à 36% des revenus Retail. Sur cette base, l'ICT passerait d'environ 8% du chiffre d'affaires du groupe aujourd'hui à près de 18% en 2028.

Services et base clients



Sources : Société, Euroland Corporate



Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

5. L'IoT apporte de la visibilité contractuelle, mais reste une activité de projets

L'offre IoT d'Unidata s'appuie sur son infrastructure UniWAN LoRaWAN, avec une exposition particulière au smart water metering. Le modèle combine connectivité, capteurs et gestion des données, permettant au groupe d'adresser des projets pluriannuels d'infrastructures numériques pour les administrations publiques et les utilities.

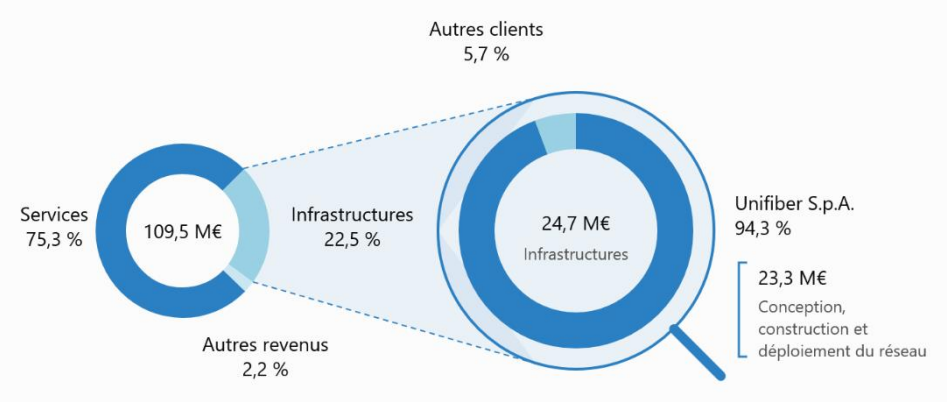
Le carnet de commandes offre une visibilité sur plusieurs années, mais ne doit pas être assimilé à du revenu récurrent. La reconnaissance du chiffre d'affaires reste liée à l'exécution des projets, aux différentes étapes de déploiement et à l'acceptation par les clients. Il en résulte un profil de revenus plus irrégulier et une intensité en BFR supérieure à celle des activités de connectivité par abonnement.

6. Une exposition aux infrastructures de plus en plus partagée avec des partenaires financiers

L'Infrastructure reste une activité significative pour Unidata, mais avec des caractéristiques économiques distinctes du reste du groupe. Elle a généré 24,7 M€ de chiffre d'affaires en 2025, soit 22,5% du total, principalement au titre de la conception, de la construction, de la livraison et de la maintenance d'infrastructures en fibre optique. Contrairement aux activités de connectivité, les revenus sont reconnus au rythme de l'avancement des projets, ce qui entraîne une saisonnalité plus marquée et un profil de BFR structurellement plus exigeant.

L'activité est aujourd'hui très concentrée sur Unifiber. En 2025, Unidata a réalisé 23,3 M€ de chiffre d'affaires avec Unifiber S.p.A., principalement au titre de la conception, de la construction et de la livraison du réseau, contre 24,7 M€ de revenus Infrastructure au total. Environ 94% du chiffre d'affaires Infrastructure était donc lié à Unifiber sur l'exercice. Cette concentration apporte de la visibilité tant que le déploiement FTTH se poursuit, mais rend également l'activité dépendante du rythme et du calendrier d'exécution du programme Unifiber.

4 **L'Infrastructure (22,5% du CA 2025) est dépendante à 94% d'Unifiber**



Sources : Euroland Corporate, Présentation société

Les caractéristiques économiques de l'Infrastructure diffèrent sensiblement de celles des activités de services. Unidata agit principalement comme partenaire industriel du

déploiement, en pilotant la conception et l'exécution des projets, tandis qu'une part importante des travaux physiques est sous-traitée. En 2025, le groupe a comptabilisé 10,5 M€ de travaux réalisés par des tiers, même si ces coûts ne sont pas ventilés spécifiquement au sein de l'Infrastructure. Ce modèle, plus dépendant de la sous-traitance et de l'avancement des chantiers, capte moins de valeur que les activités de connectivité sur infrastructures propres ou les services ICT, ce qui contribue à expliquer un profil de marge historiquement plus faible.

En parallèle, Unidata développe de plus en plus ses infrastructures via des véhicules mis en équivalence aux côtés de partenaires financiers. Cette approche lui permet de conserver une participation au capital ainsi qu'un rôle industriel et opérationnel, tout en partageant une partie des besoins de financement. Unifiber Italy, Unitirreno et UniCenter déclinent ce modèle respectivement dans la fibre terrestre, la connectivité sous-marine et les data centers.



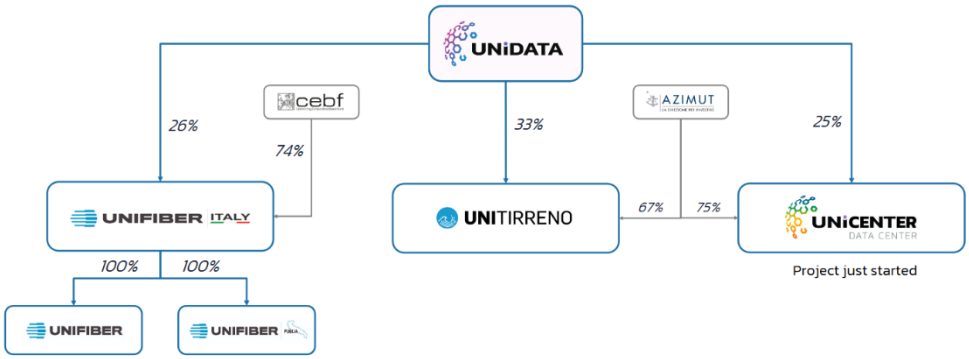
Les JV: étendre les infrastructures sans en financer l'intégralité

En parallèle de ses activités consolidées, Unidata a développé trois coentreprises d'infrastructures avec des investisseurs institutionnels : Unifiber Italy avec le CEBF, ainsi que Unitirreno et UniCenter avec Azimut. Ce modèle permet au groupe de combiner une contribution minoritaire en capital avec son expertise industrielle dans la conception, la construction, l'exploitation et la commercialisation des infrastructures. Le management positionne ainsi Unidata comme partenaire industriel, ce qui lui permet, dans certains projets, de détenir une participation au capital supérieure à ce que sa seule contribution financière laisserait supposer.

Au total, les trois projets représentent environ 225 M€ d'investissements prévus, répartis entre 88 M€ pour Unifiber, 80 M€ pour Unitirreno et 57 M€ pour UniCenter. Sur la base des schémas de financement actuellement communiqués, l'engagement d'Unidata s'élève à environ 26–32 M€, dont 20,1 M€ déjà versés à mars/juin 2026 : 8,0 M€ pour Unifiber, 7,6 M€ pour Unitirreno et 4,5 M€ pour UniCenter.

Le groupe bénéficie ainsi d'une exposition à une base d'infrastructures plusieurs fois supérieure au capital engagé directement, tout en conservant un rôle industriel et opérationnel dans les projets.

Les JV d'Unidata

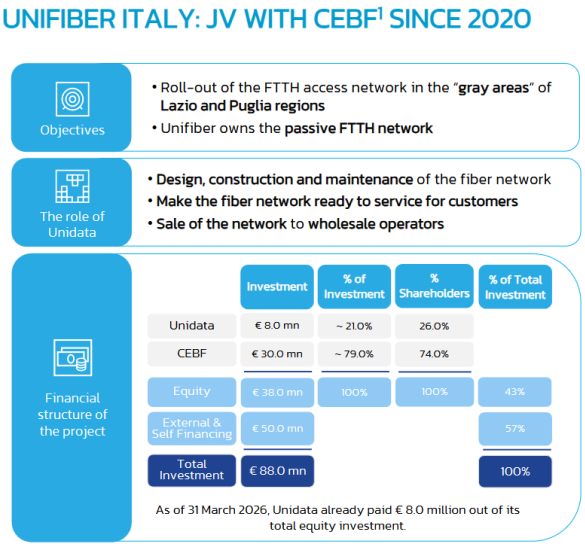


Source : Société

Unifiber est la coentreprise la plus mature et celle qui contribue aujourd'hui le plus directement au compte de résultat consolidé. Unidata détient 26% d'Unifiber Italy, contre environ 21% des 38 M€ de fonds propres apportés au projet, un écart qui reflète son rôle de partenaire industriel. Le groupe assure la conception, la construction et la maintenance du réseau FTTH passif déployé dans les zones grises du Latium et des Pouilles, ainsi que sa mise à disposition auprès des opérateurs wholesale. La contribution d'Unidata au capital, soit 8,0 M€, avait été intégralement versée à fin mars 2026.

Au-delà de cette participation, Unifiber génère déjà une contribution opérationnelle significative pour Unidata. En 2025, les activités réalisées pour Unifiber ont représenté 23,3 M€ de chiffre d'affaires, soit environ 21% des revenus du groupe et près de 94% du chiffre d'affaires Infrastructure. Cette exposition apporte une bonne visibilité à court terme, mais crée également un risque de concentration et de normalisation progressive des revenus, les travaux de construction étant amenés à diminuer une fois la phase principale de déploiement achevée.

Unifiber



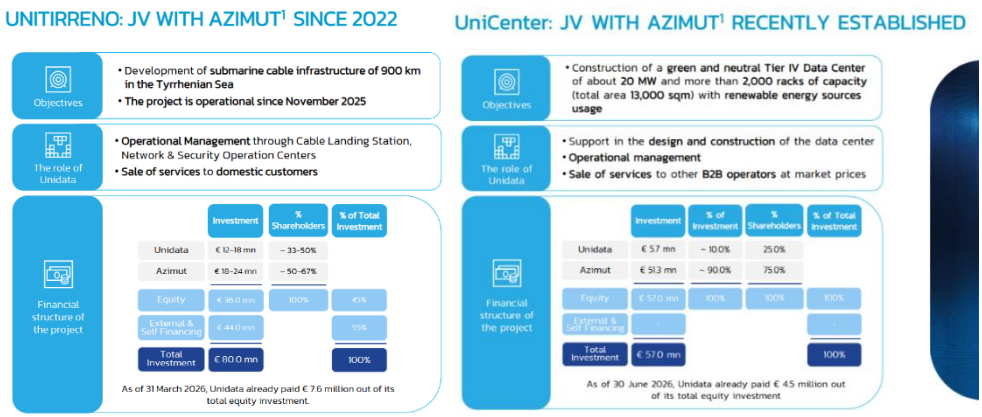
Source : Présentation société

Unitirreno est désormais passé de la phase de construction à celle de montée en puissance commerciale. Unidata détient 33,3% du véhicule, aux côtés d'Azimut qui en contrôle 66,7%. Le projet, représentant un investissement total de 80 M€, porte sur un câble sous-marin d'environ 900 km reliant Mazara del Vallo à Gênes via la Sardaigne et Rome/Fiumicino. L'infrastructure est entrée en service en novembre 2025.

Unidata conserve un rôle industriel central à travers la gestion de la Cable Landing Station, du NOC et du SOC, et assure également la commercialisation auprès de la clientèle domestique. L'investissement prévu pour le groupe se situe entre 12 M€ et 18 M€, dont 7,6 M€ avaient déjà été apportés à fin mars 2026.



UNITIRRENO and UniCenter



Source : Présentation société

UniCenter illustre le mieux la valeur attribuée à la contribution industrielle d'Unidata. Le projet, d'un montant de 57 M€, prévoit le développement à Rome d'un data center neutre Tier IV d'environ 20 MW de capacité et de plus de 2 000 racks. Unidata n'apporte que 5,7 M€, soit 10% des fonds propres, mais détient 25% du véhicule, tandis qu'Azimut apporte les 51,3 M€ restants pour une participation de 75%. Le rapport entre participation au capital et apport financier atteint ainsi 2,5x, ce qui valorise implicitement le rôle d'Unidata dans la conception, la construction et l'exploitation du site. À fin juin 2026, 4,5 M€ avaient déjà été versés. Le projet marque par ailleurs un changement d'échelle important par rapport à l'empreinte actuelle du groupe dans les data centers.

Le traitement comptable des coentreprises constitue un élément important de lecture. Les trois véhicules sont comptabilisés selon la méthode de mise en équivalence et ne sont donc pas consolidés ligne par ligne. Leurs actifs et leur dette ne sont ainsi pas intégrés dans la dette nette consolidée d'Unidata, tandis que la quote-part de résultat revenant au groupe est enregistrée sur la ligne de mise en équivalence et non dans l'EBITDA. À l'inverse, les prestations de construction, d'exploitation ou de services facturées par Unidata aux coentreprises génèrent bien du chiffre d'affaires et du résultat opérationnel consolidés.

En application d'IAS 28, la part de marge correspondant à la participation d'Unidata dans la coentreprise doit toutefois être éliminée. Dans le cas des travaux facturés à Unifiber Italy, environ 26% de la marge n'est ainsi pas reconnue. Dans le reporting ajusté d'Unidata, cette élimination est présentée sous l'EBITDA et représentait 1,9 M€ en 2025. Ce point est particulièrement important pour Unifiber compte tenu du poids actuel des revenus de construction générés avec cette entité.

Le modèle est donc efficient en capital plutôt qu'asset-light. À fin juin 2026, Unidata avait apporté 20,1 M€ de fonds propres aux trois véhicules, tandis que les besoins de financement résiduels continuent de mobiliser de la trésorerie et entrent en

concurrence avec le désendettement. Cette contrainte reste significative alors que la dette financière nette atteignait 43,9 M€ et que le management maintient un objectif de réduction de l'endettement.

Au total, les coentreprises permettent à Unidata de s'exposer à des infrastructures fibre, sous-marines et de data centers tout en ne finançant qu'une fraction du capital total des projets. Elles créent également une seconde source de valeur au-delà des participations elles-mêmes, via les contrats de construction, d'exploitation et de commercialisation. En contrepartie, la visibilité reste plus limitée : la valeur des actifs sous-jacents n'apparaît pas dans l'EBITDA consolidé, Unifiber crée une concentration significative des revenus avec une partie liée, tandis que le calendrier des retours de trésorerie d'Unitirreno et d'UniCenter demeure incertain.



Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

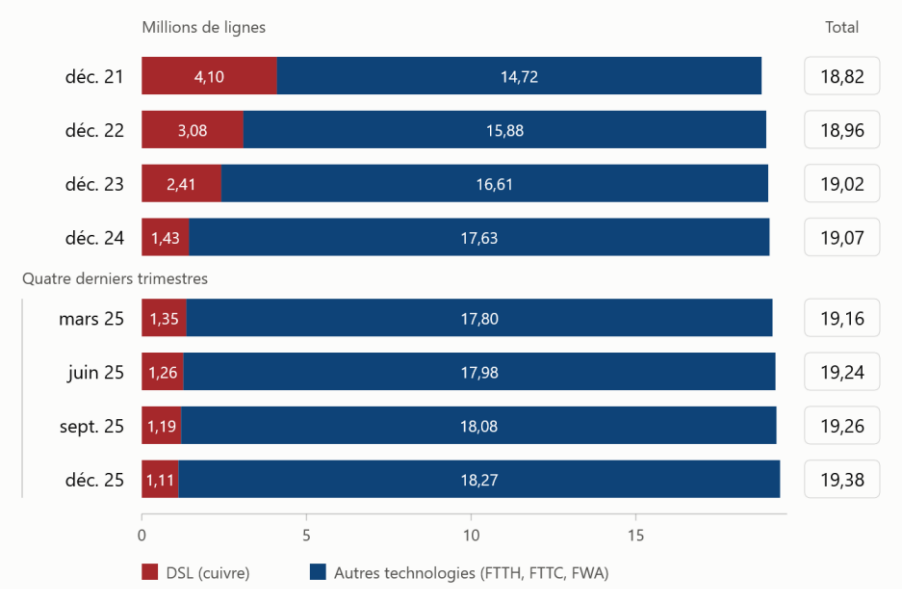
Dynamique de marché: stabilité du fixe, croissance plus soutenue dans l'ICT

La base de revenus d'Unidata est exposée à deux marchés aux dynamiques différentes. Les activités TelCo, qui regroupent la connectivité fixe et les infrastructures réseaux, évoluent dans un marché mature en volume, où la création de valeur se déplace progressivement vers les propriétaires d'infrastructures fibre. À l'inverse, les activités TechCo adressent un marché des services numériques en croissance proche de 10% par an. Les premières financent aujourd'hui l'activité du groupe ; les secondes constituent le principal moteur de croissance à moyen terme.

1. TelCo – Connectivité fixe : un marché mature en pleine transition technologique

Le marché italien du fixe est arrivé à maturité en volume, mais connaît une transformation technologique rapide. Le nombre d'accès broadband et ultrabroadband atteignait 19,38 millions à fin 2025, soit un niveau seulement légèrement supérieur à celui de 2021, tandis que les accès DSL reculaient de 4,10 millions à 1,11 million. Dans le même temps, le FTTH a atteint 7,01 millions d'accès, en hausse de 19,6% sur un an.

Accès haut débit et ultra haut débit en Italie



Sources: AGCOM Quarterly Observatory, Euroland Corporate

La principale tendance reste la progression rapide du FTTH, dont la part dans les accès fixes directs est passée de 13,6% en décembre 2021 à 34,1% en décembre 2025, avec une hausse de +5,6 pts sur la seule dernière année. À l'inverse, les technologies historiques et intermédiaires poursuivent leur déclin : la part du cuivre est passée de 27,1% à 11,0% sur la période, tandis que le FTTC reculait de 50,3% à 40,5%. Le FWA a continué de progresser à un rythme plus modéré, de 8,9% à 13,1%, conservant un rôle complémentaire dans les zones moins densément couvertes.

Pour Unidata, l'enjeu du marché de la connectivité fixe n'est donc pas la croissance des volumes, mais l'amélioration du mix technologique et de la qualité des réseaux. Cette

évolution reste favorable aux opérateurs alternatifs disposant d'infrastructures fibre, d'une forte densité locale et d'une offre de services intégrée. L'AGCOM classe par ailleurs Unidata parmi les principaux opérateurs nationaux sur le segment broadband et ultrabroadband destiné aux entreprises, avec une part de marché de 1,5% en décembre 2025, ce qui confirme la visibilité déjà acquise par le groupe sur son marché cible.

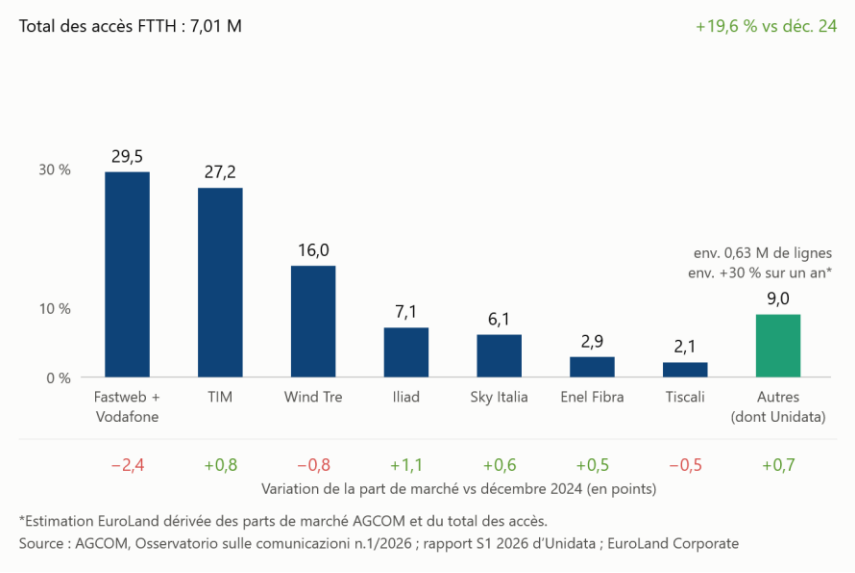
2. Infrastructure : un cycle structurel de déploiement toujours favorable aux opérateurs alternatifs

Au-delà de la connectivité auprès des particuliers et des entreprises, le marché italien du fixe reste soutenu par une migration structurelle vers les réseaux tout-fibre. Les accès FTTH ont atteint 7,01 millions en décembre 2025, en hausse de 19,6% sur un an, ce qui en fait la technologie d'accès fixe affichant la croissance la plus rapide, tandis que le FTTC poursuit son recul. Cette transition continue d'alimenter la demande en conception, déploiement, maintenance et activation de réseaux.

La répartition par technologie met également en évidence la progression des opérateurs alternatifs. Dans le FTTH, la part des « autres opérateurs » a augmenté de 0,7 pt à 9,0% sur un marché en croissance proche de 20%. Cela représente environ 630 000 lignes à fin 2025, en hausse d'environ 30% sur un an, soit un rythme nettement supérieur à celui du marché. Les opérateurs alternatifs ont également gagné 0,9 pt de part de marché dans le FTTC, à 3,9%, malgré une contraction de 8,9% de ce segment, ce qui suggère qu'une partie de leur croissance repose également sur l'accès wholesale et non uniquement sur des infrastructures propriétaires.

Pour Unidata, dont l'offre d'accès est largement fondée sur la fibre, cette dynamique soutient à la fois la valeur de son empreinte réseau propre dans le Latium et la pertinence du modèle de revendeurs reposant sur des accès wholesale hérité de TWT.

Accès FTTH en Italie par opérateur, décembre 2025 (% des lignes)



Sources: AGCOM Quarterly Observatory, Euroland Corporate

Pour Unidata, cette dynamique est pertinente à la fois au travers de son réseau fibre propriétaire et de son rôle industriel au sein d'Unifiber, où le groupe intervient dans la conception, la construction et la maintenance d'infrastructures FTTH dans le Latium et les Pouilles. L'opportunité liée aux infrastructures dépasse donc les seuls revenus de connectivité et donne à Unidata une exposition directe à la poursuite du déploiement de la fibre en Italie.

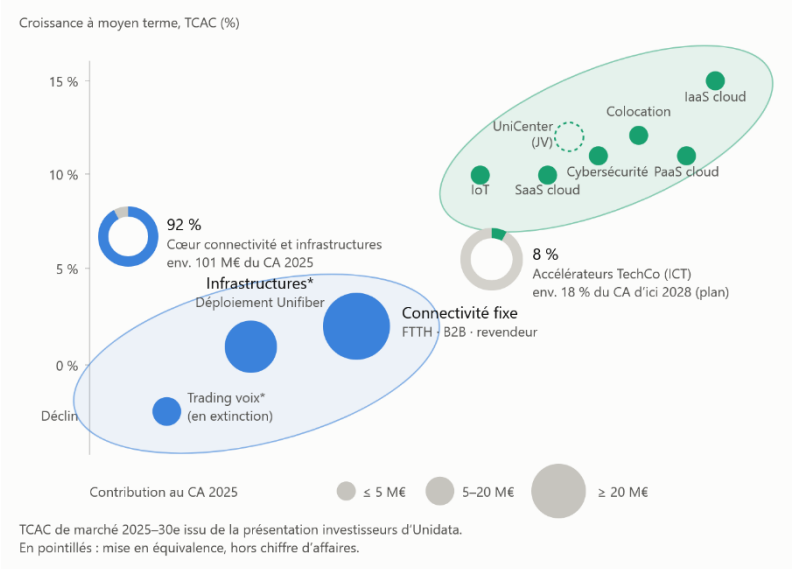
Les caractéristiques économiques restent toutefois différentes de celles des services télécoms récurrents. Les revenus d'Infrastructure sont davantage liés à des projets, plus consommateurs de BFR et dépendants du calendrier des programmes de déploiement. Nous considérons donc cette activité comme un relais de croissance complémentaire et un savoir-faire stratégique, plutôt que comme le cœur de la création de valeur à long terme.

3. TechCo : le prochain relais de croissance réside dans l'ICT, le cloud et les services numériques

Si les activités TelCo restent le socle du groupe, le potentiel de création de valeur se déplace progressivement vers le périmètre TechCo. Celui-ci regroupe notamment le cloud, la colocation, la cybersécurité, l'IoT, les services de data centers ainsi qu'un ensemble plus large de solutions numériques destinées aux entreprises et aux administrations publiques.

La logique est simple. Dans un marché du fixe arrivé à maturité, la création de valeur à long terme devrait moins reposer sur la croissance du nombre de lignes que sur l'augmentation du revenu généré par chaque relation client. La base installée B2B d'Unidata, son réseau de revendeurs et ses infrastructures propriétaires constituent une plateforme permettant de développer le cross-selling de services numériques à plus forte valeur ajoutée. Le plan 2026–2028 traduit explicitement cette évolution, avec un objectif de hausse des revenus ICT d'environ 8% du chiffre d'affaires du groupe en 2025 à près de 18% en 2028.

Deux vitesses : une connectivité mature qui finance la croissance de l'ICT



Sources : Unidata présentation, EuroLand Corporate

Du point de vue du marché, ces activités adjacentes bénéficient de moteurs structurels plus porteurs que la seule connectivité fixe : migration continue des charges de travail des entreprises vers le cloud, demande croissante pour des infrastructures de données résilientes et souveraines, besoins accrus en cybersécurité et digitalisation des utilities et des services publics. Le positionnement d'Unidata dans l'IoT et le smart metering lui donne notamment accès à des projets pluriannuels d'infrastructures numériques, en particulier dans l'eau et les applications destinées au secteur public.

Nous considérons donc le périmètre TechCo comme le principal moteur d'amélioration du mix à moyen terme. C'est aussi la partie de la stratégie qui comporte le plus fort enjeu d'exécution. Contrairement à la migration vers le FTTH, déjà clairement visible à l'échelle du marché, la montée en puissance de l'ICT dépendra de la capacité d'Unidata à convertir son empreinte commerciale en une part plus importante des dépenses de ses clients. Les fondamentaux de marché sont favorables ; l'enjeu réside désormais dans l'exécution.



Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

Un modèle économique reconstruit autour du changement d'échelle

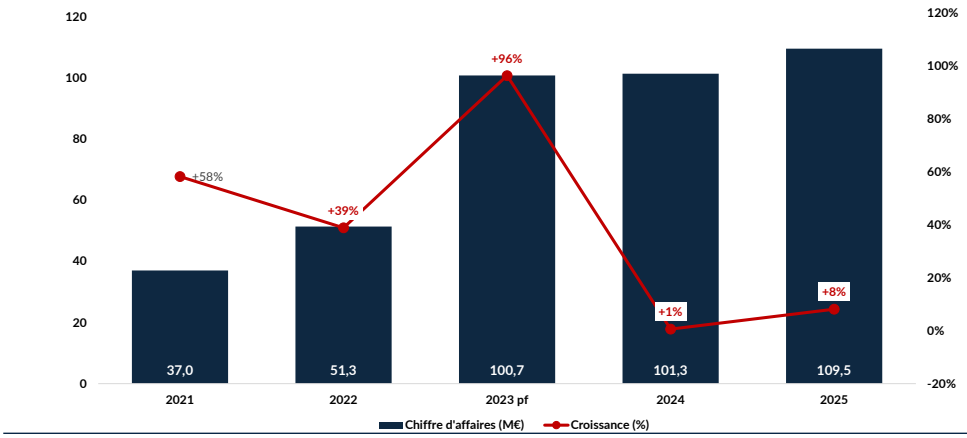
Depuis son introduction en Bourse, Unidata a profondément modifié son profil de résultats. Entre 2020 et 2025, le chiffre d'affaires a été multiplié par 4,7x à 109,4 M€, tandis que l'EBITDA ajusté n'a progressé que de 3,4x à 29,4 M€. Cette divergence traduit l'élargissement progressif du modèle au-delà de l'économie historiquement très rentable du réseau fibre propriétaire de Rome. Le groupe est aujourd'hui plus grand, plus diversifié et davantage présent à l'échelle nationale, mais avec un profil de marge structurellement inférieur à celui qui prévalait lors de l'IPO.

Le principal changement tient au mix d'activités. Le modèle historique d'Unidata combinait infrastructures propriétaires, forte densité géographique et ARPU relativement élevé, permettant de dégager des marges d'EBITDA supérieures à 35%. La croissance a ensuite été portée par des activités aux marges incrémentales plus faibles, notamment la construction de réseaux pour Unifiber, la base de revendeurs issue de TWT, le trafic voix et une exposition plus importante au segment Consumer. Cette évolution est visible dans la structure de coûts, les charges de services externes étant passées de 29,8% à 58,4% du chiffre d'affaires entre 2021 et 2025. L'acquisition de TWT a accéléré cette transformation en faisant presque doubler la taille du groupe, tout en ramenant la marge d'EBITDA ajusté vers le milieu de la fourchette des 20%.

Nous considérons donc le niveau actuel de rentabilité comme structurel plutôt que transitoire. L'objectif du management d'une marge d'EBITDA ajusté de 24% en 2028 confirme qu'Unidata ne cherche plus à retrouver l'économie du périmètre pré-TWT. La priorité se déplace désormais vers les services ICT à plus forte valeur ajoutée, avec pour enjeu d'améliorer la qualité des revenus, de développer le cross-selling auprès d'une base clients élargie et de réduire l'exposition aux activités de connectivité les plus banalisées ainsi qu'aux flux à faible marge.

La transition de TelCo vers TechCo doit donc être appréciée davantage au regard de l'amélioration du mix d'activités et de la génération de trésorerie que d'un retour aux pics historiques de marge.

Évolution du chiffre d'affaires, 2021-2025 (M€)



Sources : Société, Euroland Corporate



Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

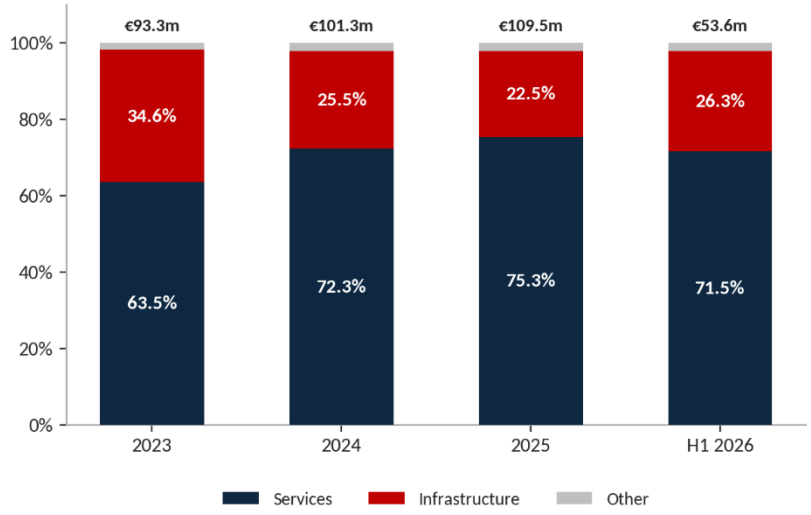
La croissance s'est normalisée après le changement d'échelle lié à TWT

Hors effet d'acquisition, la croissance sous-jacente du chiffre d'affaires a nettement ralenti. Entre 2023 pro forma et 2025, les revenus ont progressé à un TCAM d'environ 4%, contre 48% entre 2020 et 2022. En 2025, la croissance a été portée par les Services, en hausse de 12%, tandis que l'Infrastructure a reculé de 4%, portant la part des Services à 75,3% du chiffre d'affaires du groupe.

La tendance s'est toutefois inversée au S1 2026. Le chiffre d'affaires du groupe a progressé de 8,3% à 53,6 M€, mais l'Infrastructure a augmenté de 17%, contre 5% pour les Services, faisant remonter sa contribution à 26,3% du chiffre d'affaires. Les revenus réalisés avec des parties liées ont également atteint 26,8% du total, reflétant notamment les activités de construction pour Unifiber.

La transition vers un modèle davantage porté par les Services et l'ICT reste donc principalement une dynamique attendue pour 2027-2028. À court terme, le mix de croissance demeure encore fortement influencé par le rythme des déploiements d'infrastructures.

Répartition du chiffre d'affaires par nature, 2023-S1 2026 (en % du CA)



Sources : Société, Euroland Corporate

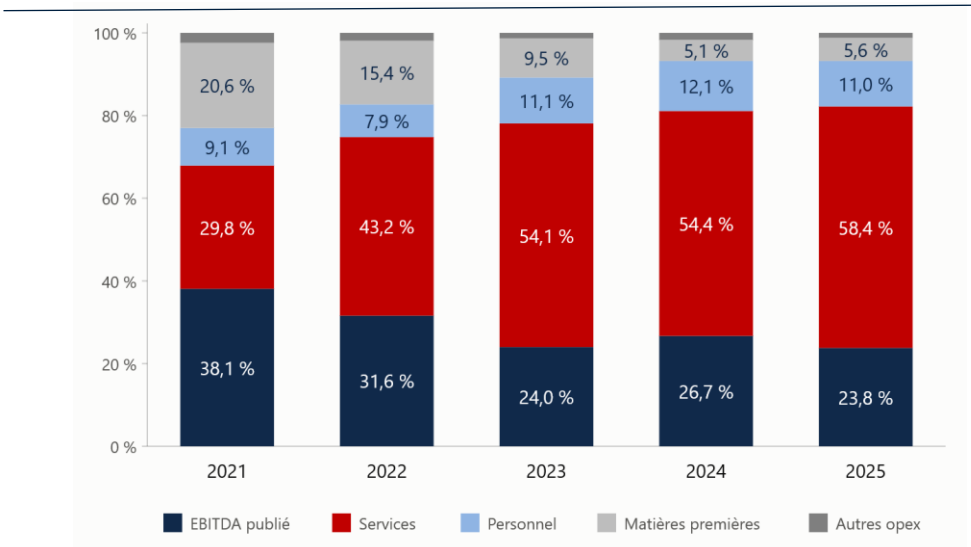
Une structure de coûts devenue structurellement plus variable

L'évolution la plus visible du modèle économique d'Unidata réside dans le recours croissant aux services externes. Leur poids est passé de 29,8% du chiffre d'affaires en 2021 à 58,4% en 2025, tandis que celui des matières premières a reculé de 20,6% à 5,6%. Une partie de cette évolution est liée à la présentation comptable, les matériaux fournis à Unifiber étant comptabilisés nets des coûts de rachat depuis 2022. La tendance de fond reste néanmoins claire. À l'inverse, les charges de personnel sont restées globalement maîtrisées, autour de 11% du chiffre d'affaires.

Cette hausse du poids des services externes reflète directement l'évolution du mix d'activités. La construction de réseaux repose en partie sur des sous-traitants, l'activité de revendeurs nécessite l'achat d'accès wholesale auprès d'opérateurs tiers en dehors

de l'empreinte réseau propriétaire d'Unidata, tandis que le trading de voix génère des coûts externes de terminaison. Ces activités présentent ainsi une composante de coûts variables plus importante que le modèle historique, fondé sur la commercialisation de services de connectivité via des infrastructures détenues en propre.

Structure de coûts, 2021-2025 (en % du CA)



Sources : Société, Euroland Corporate

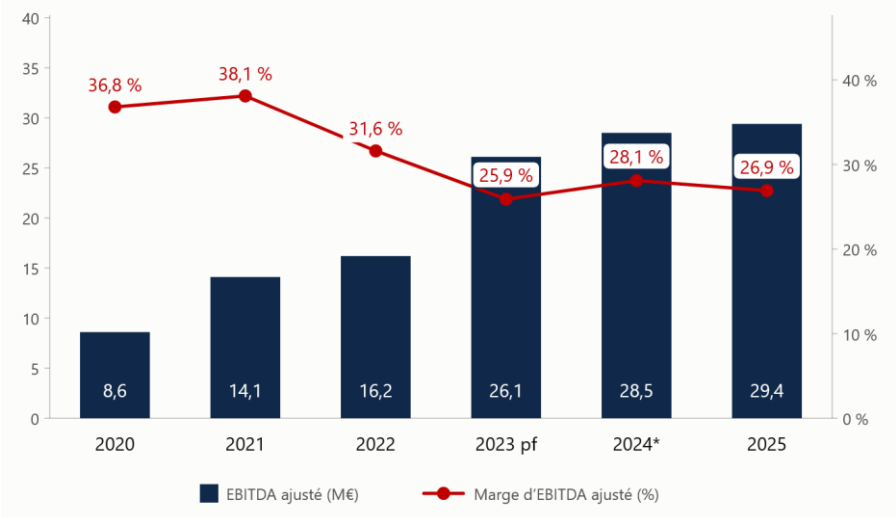
L'EBITDA a fortement progressé, mais la marge s'est dégradée

L'EBITDA ajusté est passé de 8,6 M€ en 2020 à 29,4 M€ en 2025, soit un TCAM de 28%. Sur la même période, la marge a toutefois reculé de 36,8% à 26,9%. Cette baisse ne s'est pas faite de manière progressive : les deux principaux points de rupture correspondent d'abord 1/ à la montée en puissance de l'activité Infrastructure, moins margée, puis 2/ à la consolidation de TWT en 2023. Depuis, la marge d'EBITDA ajusté s'est globalement stabilisée dans une fourchette comprise entre le milieu et le haut des 20%.

La comparabilité des données nécessite toutefois quelques précautions. L'EBITDA ajusté 2024 a été retraité a posteriori à 28,5 M€, soit une marge de 28,1%, l'annulation IAS 28 des profits intragroupe réalisés avec des entités mises en équivalence étant désormais présentée sous l'EBITDA dans le reporting ajusté de la société. En 2025, l'EBITDA ajusté de 29,4 M€ exclut également 0,7 M€ de coûts non récurrents ainsi que 1,9 M€ d'ajustements liés à IAS 28.

La pression sur les marges a repris au S1 2026, avec un EBITDA ajusté quasiment stable à 13,7 M€ malgré la croissance du chiffre d'affaires. La marge est ainsi ressortie à 25,6%, contre 27,7% un an plus tôt. Le management vise actuellement une marge d'environ 25% en 2026, puis d'environ 24% en 2027–2028.

EBITDA ajusté et marge, 2020-S1 2026 (en M€ et %)



Sources : Société, Euroland Corporate

Une intensité capitalistique appelée à repartir à la hausse

Les dotations aux amortissements représentent environ 11% du chiffre d'affaires depuis 2022, reflétant l'augmentation de la base d'actifs liée aux investissements dans la fibre, les data centers et aux actifs incorporels issus des acquisitions. L'EBIT a ainsi atteint 14,6 M€ en 2025, soit une marge de 13,4%, contre 24,6% en 2021. Au S1 2026, l'EBIT a progressé de 4% à 7,0 M€, tandis que la marge est restée proche de 13%.

Entre 2020 et 2025, Unidata a investi environ 93 M€, dont près de 79 M€ en immobilisations corporelles et incorporelles et environ 14 M€ en actifs financiers, principalement au titre des apports en fonds propres aux coentreprises d'infrastructures. Les investissements ont reculé à 14,1 M€ en 2025, dont 13,6 M€ de capex corporels et incorporels et 0,5 M€ d'investissements financiers.

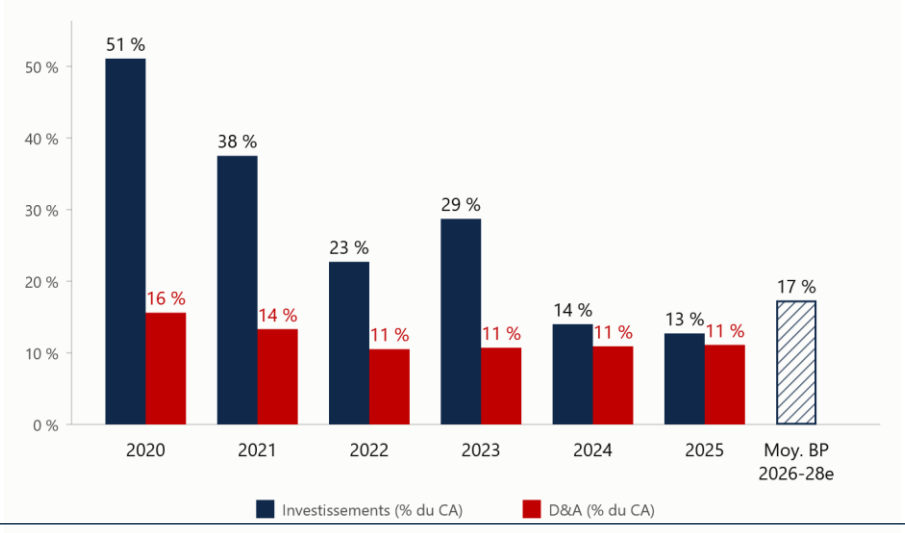
Le profil d'investissement devrait désormais repartir à la hausse. Le plan 2026–2028 du management prévoit 67 M€ de capex cumulés, soit plus de 22 M€ par an en moyenne. Même en tenant compte des différences de périmètre et de définition par rapport à la série historique d'investissements, la tendance est claire : Unidata entre dans une nouvelle phase d'investissement.

Ce point est important pour la thèse d'investissement, car la croissance de l'EBITDA ne se traduira pas mécaniquement par un désendettement équivalent tant que le groupe finance simultanément le développement de son réseau et l'augmentation de ses capacités de data centers.



Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

Investissement et D&A, 2020-2028e (en % du CA)



Sources : Société, Euroland Corporate

Sous l'EBITDA, la qualité des résultats reste plus volatile

Le résultat net consolidé a reculé de 18% à 7,0 M€ en 2025, malgré la progression de l'EBITDA. Entre l'EBIT et le résultat net, plusieurs éléments doivent toutefois être isolés. Les produits financiers incluent notamment un gain non cash de 1,9 M€ au titre d'IFRS 9, lié à la renégociation du financement de l'acquisition, tandis que les pertes sur investissements financiers ont atteint 1,5 M€, reflétant le profil de résultats encore peu mature des coentreprises. Le taux d'impôt effectif a également augmenté à 38%, contre 30% en 2024.

Le S1 2026 a confirmé cette pression sous l'EBIT. Malgré une progression de 4% du résultat opérationnel, le résultat net est revenu à 2,0 M€, contre 4,1 M€ un an plus tôt.

P&L Groupe, 2021-S1 2026 (M€)

P&L Groupe (M€)	2021	2022	2023pf	2024	2025	S1 2025	S1 2026
Chiffre d'affaires	**37,0**	**51,3**	**100,7**	**101,3**	**109,5**	**49,5**	**53,6**
Croissance (%)	*58,1%*	*38,6%*	*96,2%*	*8,6%*	*8,1%*	–	*8,3%*
EBITDA ajusté	14,1	16,2	25,5	28,5	29,4	13,7	13,7
Marge d'EBITDA ajusté (%)	**38,1%**	**31,6%**	**25,3%**	**28,1%**	**26,9%**	**27,7%**	**25,6%**
D&A	−5,0	−5,5	-10,4	−11,1	−12,2	−5,5	−6,2
% du CA	*13,5%*	*10,7%*	*-10,3%*	*11,0%*	*11,1%*	*11,1%*	*11,5%*
EBIT	9,1	10,7	13,7	15,9	14,6	6,7	7,0
Marge d'EBIT (%)	0,2	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
Résultat net	**7,8**	**7,5**	**7,7**	**8,6**	**7,0**	**4,1**	**2,0**
Marge nette (%)	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
PFN	2,2	8,5	47,9	43,8	37,7	–	43,9
PFN / EBITDA ajusté (x)	0,2x	0,5x	1,9x	1,5x	1,3x	–	1,5x

Sources : Société, Euroland Corporate

Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

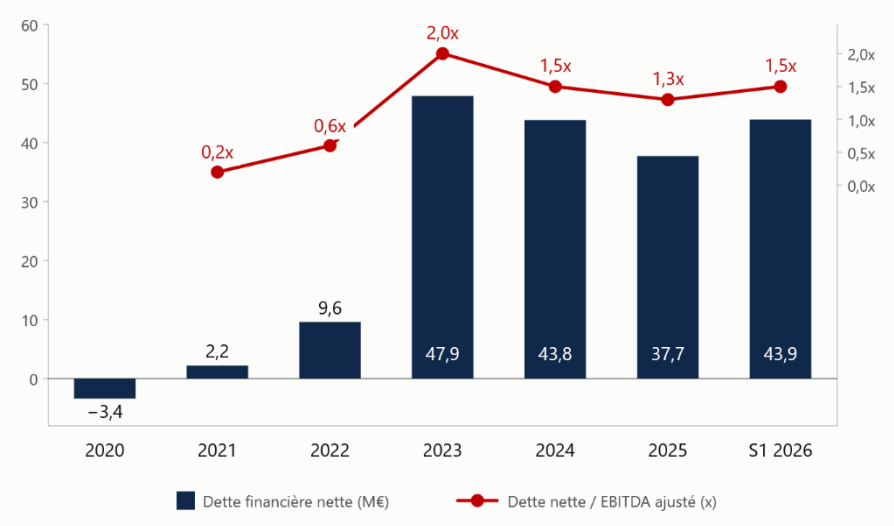
Un levier maîtrisé, mais un désendettement plus progressif

La dette financière nette a culminé à 47,9 M€ fin 2023 après l'acquisition de TWT, avant de reculer à 37,7 M€ fin 2025, soit environ 1,3x l'EBITDA ajusté. À ce niveau, le levier reste modéré au regard de l'exposition du groupe aux infrastructures, tandis que les 86,7 M€ de capitaux propres consolidés correspondent à un gearing d'environ 43%.

L'amélioration affichée en 2025 surestime toutefois le désendettement récurrent généré par la trésorerie. Une partie de la baisse provient en effet de la réévaluation non cash de 1,9 M€ liée à IFRS 9 ainsi que de la libération d'un dépôt restreint de 2,4 M€. La contribution sous-jacente de la génération de trésorerie au désendettement a donc été sensiblement inférieure à ce que suggère l'évolution de la dette nette publiée.

Cette dynamique est redevenue visible au S1 2026. La dette nette est remontée à 43,9 M€, soit environ 1,5x l'EBITDA ajusté LTM, les flux de trésorerie opérationnels ayant été absorbés par les capex, le BFR lié aux projets et la contribution à UniCenter. L'objectif du management d'une dette nette comprise entre 37 M€ et 39 M€ à fin 2026 implique donc une réduction de 5 M€ à 7 M€ au second semestre.

Dette financière nette et levier, 2020-S1 2026 (M€, x)



Sources : Company data, Euroland Corporate

Un BFR toujours favorable, mais dont la composition s'est dégradée

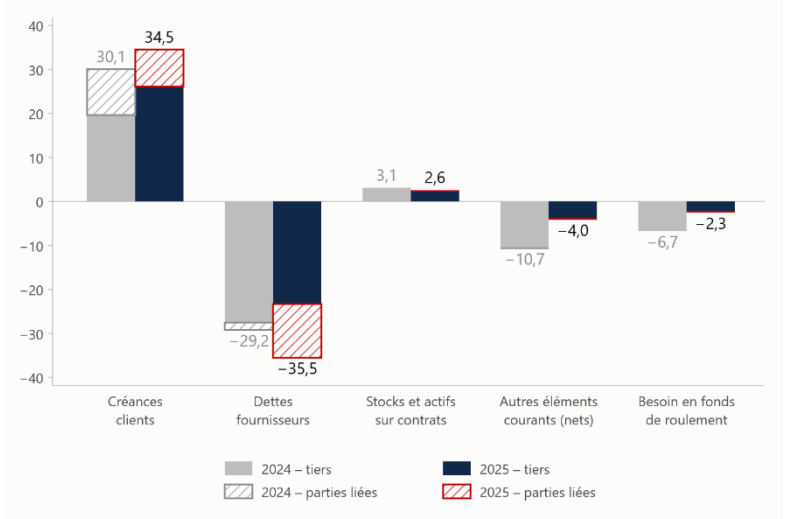
Au niveau d'Unidata, le besoin en fonds de roulement net est resté négatif à -2,3 M€ fin 2025, contre -6,7 M€ un an plus tôt. La situation reste donc favorable en apparence, mais sa composition sous-jacente l'est moins que ne le suggère le chiffre agrégé.

Les créances clients ont progressé de 15% à 34,5 M€, alors que le chiffre d'affaires de la société mère n'a augmenté que de 5%, portant le DSO à environ 115 jours, contre près de 105 jours précédemment. Les comptes du S1 2026 faisaient également apparaître 7,1 M€ de créances échues et de factures à établir, principalement concentrées sur des projets avec les administrations publiques.

Dans le même temps, les dettes envers les parties liées sont passées de 1,9 M€ à 12,0 M€. Cette hausse reflète principalement des montants dus à Unitirreno Submarine Network dans le cadre d'une transaction commerciale conclue à la mi-décembre 2025,

tandis que les dettes envers les tiers ont diminué. Une partie de la situation favorable du BFR à fin 2025 apparaît donc temporaire : elle repose sur une dette ponctuelle envers une partie liée plutôt que sur une amélioration des encaissements clients, et son règlement entraînera une sortie de trésorerie.

Composantes du BFR net, 2024-2025 (M€)



Sources : Société, Euroland Corporate

La conversion en trésorerie devient la principale contrainte financière

Les flux de trésorerie opérationnels ont reculé à 20,3 M€ en 2025, contre 23,4 M€ en 2024, soit 76% de l'EBITDA publié, contre 87% un an plus tôt. Le principal facteur de baisse provient de la fiscalité. Les impôts payés et autres éléments ont atteint 8,5 M€, contre 2,1 M€ en 2024, un niveau nettement supérieur à la charge d'impôt de 4,2 M€ enregistrée au compte de résultat, reflétant un effet de rattrapage. Les capex ont par ailleurs augmenté à 13,6 M€, contre 12,0 M€, notamment sous l'effet des investissements incorporels. Le FCF avant frais financiers a ainsi reculé à 6,6 M€, contre 11,4 M€ en 2024, puis à 4,8 M€ après prise en compte de 1,8 M€ d'intérêts nets payés.

En neutralisant l'effet de rattrapage fiscal, nous estimons les flux de trésorerie opérationnels autour de 24 M€ et le FCF avant frais financiers à environ 11 M€. Cette lecture donne une meilleure indication de la capacité récurrente de génération de trésorerie, mais celle-ci reste insuffisante pour financer simultanément la hausse prévue des capex, les apports en fonds propres aux coentreprises et un désendettement rapide.

L'historique va dans le même sens. Sur la période 2021–2025, le FCF cumulé après frais financiers n'a atteint qu'environ 5 M€, les capex, d'environ 68 M€, et les besoins en BFR, proches de 12 M€, ayant absorbé l'essentiel de la trésorerie générée par l'exploitation.



Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

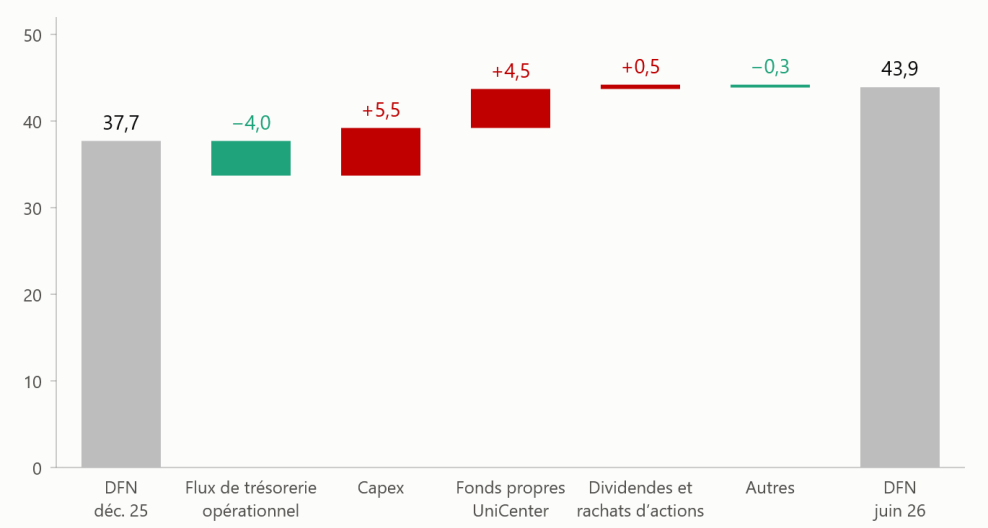
FCF simplifié, 2021-S1 2026 (M€)

Simplified FCF (€m)	2021	2022	2023	2023 PF	2024	2025	H1 2026
Flux de trésorerie avant var. du BFR	14,7	16,4	23,1	23,1	27,7	28,3	13,7
Variation du BFR	-5,1	-6,4	1,5	1,5	-2,3	0,4	-9,0
Impôts payés & autres éléments	-1,0	-3,1	-2,5	-2,5	-2,1	-8,5	-0,7
Flux de trésorerie liés aux activités opérationnelles	**8,6**	**6,8**	**22,0**	**22,0**	**23,4**	**20,3**	**4,0**
Capex (corporels & incorporels)	-13,9	-11,2	-17,5	-17,5	-12,0	-13,6	-5,5
FCF avant frais financiers	**-5,3**	**-4,4**	**4,5**	**4,5**	**11,4**	**6,6**	**-1,5**
Intérêts payés	-0,3	-0,1	-3,0	-3,0	-3,0	-1,8	-1,3
FCF après frais financiers	**-5,6**	**-4,4**	**1,4**	**1,4**	**8,4**	**4,8**	**-2,9**
Investissements en fonds propres & autres investissem	-	-2,1	-52,0	-52,0	-3,7	-0,5	-4,5
Dividendes & rachats d'actions	-	-0,2	-0,3	-0,3	-0,6	-0,7	-0,5
Variation de la DFN	**2,2**	**8,5**	**47,9**	**47,9**	**43,8**	**37,7**	**43,9**
CFO / EBITDA publié (%)	*61%*	*42%*	*98%*	*91%*	*87%*	*76%*	*30%*

Sources : Société, Euroland Corporate

Le S1 2026 illustre bien cette tension. Les flux de trésorerie opérationnels se sont élevés à 4,0 M€, pénalisés par l'absorption de BFR liée aux projets et par le niveau des créances sur les administrations publiques. Ce montant n'a pas permis de couvrir les 5,5 M€ de capex ni la contribution en fonds propres de 4,5 M€ à UniCenter, contribuant ainsi à une hausse de 6,2 M€ de la dette nette sur la période.

Flux de trésorerie et variation de la dette financière nette, S1 2026 (M€)



Sources : Société, Euroland Corporate



Estimations 2026e-2028e

Perspectives de chiffre d'affaires : une décote mesurée par rapport aux objectifs du management

Nous tablons sur un chiffre d'affaires de 115,0 M€ en 2026e, 125,0 M€ en 2027e et 133,0 M€ en 2028e, soit un TCAM de 6,7% entre 2025 et 2028e. Notre estimation 2028e ressort environ 5% sous le point médian de 140 M€ de la fourchette de 138–142 M€ visée par le management, et 5 M€ sous la borne basse.

Notre approche plus prudente repose sur trois éléments. Premièrement, 1/ le précédent plan combiné s'est révélé trop ambitieux en valeur absolue : le chiffre d'affaires 2025 de 109,5 M€ et l'EBITDA ajusté de 29,4 M€ sont tous deux ressortis environ 14–18% sous les fourchettes initialement visées lors de l'acquisition de TWT. Deuxièmement, 2/ le cross-selling des services ICT constitue le principal moteur des ambitions de croissance à moyen terme du management, alors que le niveau d'information publié séparément sur ces activités reste encore limité. Enfin, 3/ l'Infrastructure demeure très dépendante d'Unifiber, qui représentait environ 94% des revenus Infrastructure en 2025, et dont la contribution liée aux travaux de construction devrait progressivement se normaliser à mesure que le déploiement arrive à maturité.

Notre principale différence avec le management porte donc sur le rythme de croissance du chiffre d'affaires, tandis que notre hypothèse de marge n'est que légèrement plus résiliente.

2026e: guidance atteinte, mais un S2 moins dynamique

Nous tablons sur un chiffre d'affaires de 115,0 M€ en 2026e, en hausse de 5,0% sur un an et au point médian de la guidance de 114–116 M€. Après 53,6 M€ réalisés au S1, notre scénario implique un chiffre d'affaires de 61,4 M€ au S2, soit une progression limitée à 2,3% sur un an, après +8,3% au premier semestre.

Cette trajectoire est cohérente avec la guidance actuelle et suggère que 2026 devrait rester un exercice de transition. L'accélération attendue de l'activité Infrastructure, notamment autour d'Unifiber et d'Infratel, devrait soutenir le chiffre d'affaires publié, mais sa contribution aux résultats devrait rester plus limitée compte tenu du profil de marge plus faible de cette activité

2027e–2028e: L'ICT devient le principal moteur de croissance

Nous anticipons une croissance du chiffre d'affaires de 8,7% en 2027e à 125,0 M€, puis de 6,4% en 2028e à 133,0 M€. Cette accélération repose principalement sur une montée en puissance progressive de la pénétration des services ICT auprès de la base de clientèle B2B existante, plutôt que sur des hausses tarifaires dans la Connectivité.

Notre estimation 2027e reste environ 3,5% sous le point médian du business plan et 3 M€ sous la borne basse de la fourchette de 128–131 M€ visée par le management. L'écart se réduit ensuite, à mesure que nous intégrons une contribution croissante de l'ICT et de l'IoT, partiellement compensée par la normalisation progressive des revenus d'Infrastructure.



Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

Revenus direct récurrents : le principal moteur d'amélioration

Nous prévoyons une progression des revenus directs récurrents d'environ 29,8 M€ en 2025 à 42,0 M€ en 2028e, soit un TCAM de 12,1%, portant leur contribution de 27,2% à 31,6% du chiffre d'affaires du groupe.

La croissance serait d'abord portée par les volumes Consumer, avec un ARPU globalement stable, avant d'accélérer en 2027e–2028e grâce à la montée en puissance du cross-selling ICT auprès de la clientèle Business. Cette catégorie constitue la principale amélioration qualitative de notre mix de revenus, combinant une meilleure visibilité et une maîtrise plus forte de la relation client.

Partenaires & Wholesale: une croissance régulière, mais de moindre qualité

Nous tablons sur des revenus Partenaires & Wholesale de 40,6 M€ en 2028e, soit un TCAM de 4,1% depuis 2025.

Les revendeurs devraient rester le principal moteur, soutenus par la poursuite de la croissance du nombre de lignes indirectes et par une couverture géographique plus large. Nous intégrons également une première contribution des ventes de capacité d'Unitirreno à compter de 2027e. Ces effets seraient partiellement compensés par la poursuite du recul du trading de voix.

Revenus liés aux projets : un pic de l'infrastructure avant une normalisation progressive

Nous prévoyons des revenus liés aux projets de 47,6 M€ en 2028e, soit un TCAM de 5,0% sur 2025–2028e.

Au sein de cette catégorie, les revenus d'Infrastructure progresseraient à 27,2 M€ en 2026e, en hausse de 11% et globalement en ligne avec le rythme observé au S1, avant de diminuer progressivement pour atteindre 25,5 M€ en 2028e, à mesure que le programme de déploiement d'Unifiber arrive à maturité.

Les revenus issus des administrations publiques, de l'IoT et des autres projets passeraient d'environ 16,5 M€ en 2025 à 22,1 M€ en 2028e, soit un TCAM de 10,2%, soutenus par la conversion du carnet de commandes dans le smart metering et par le contrat Infratel. Un cycle de déploiement d'Unifiber plus long que prévu constituerait le principal risque haussier sur nos hypothèses d'Infrastructure.

Estimations de CA par catégorie économique, 2025–2028e (M€)

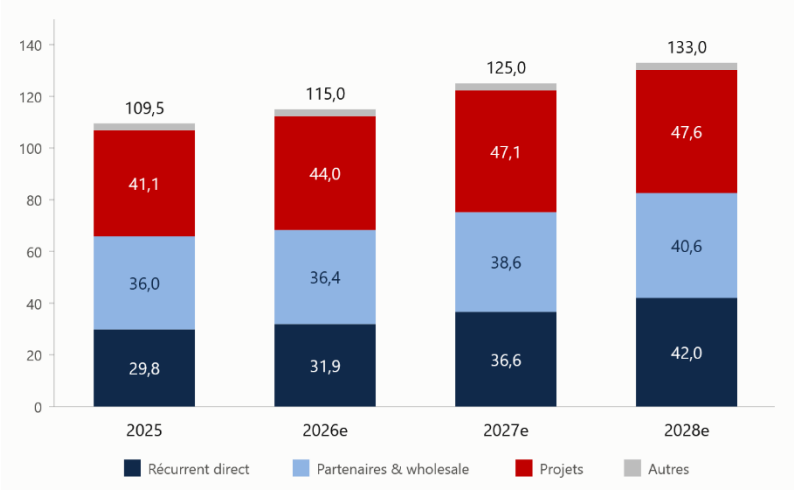
M€	2025	2026e	2027e	2028e	TCAM 25-28e
Direct récurrents	29,8	31,9	36,6	42,0	12,1%
Partenaires & wholesale	36,0	36,4	38,6	40,6	4,1%
Projets	41,1	44,0	47,1	47,6	5,0%
dont infrastructure	*24,6*	*27,2*	*27,0*	*25,5*	*1,2%*
dont Administrations publiques, IoT & autres	*16,5*	*16,8*	*20,1*	*22,1*	*10,2%*
Autres revenus	2,6	2,7	2,7	2,8	
Revenus consolidés	**109,5**	**115,0**	**125,0**	**133,0**	**6,7%**
Croissance (%)	*8,1%*	*5,0%*	*8,7%*	*6,4%*	
Direct récurrents, en % du CA	*27,2%*	*27,7%*	*29,3%*	*31,6%*	

Sources : Société, Euroland Corporate



Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

Chiffre d'affaires par catégorie économique, 2025–2028e (M€)



Sources : Société, EuroLand Corporate

Marges : stabilisation autour de 25%

2026e : une normalisation de la marge globalement en ligne avec la guidance

Nous tablons sur un EBITDA ajusté de 28,5 M€ en 2026e, soit une marge de 24,8%, en baisse de 210 pb sur un an et au point médian de la guidance du management de 28–29 M€.

Cette hypothèse implique un EBITDA ajusté de 14,8 M€ au S2, en recul d'environ 6% sur un an malgré une légère progression du chiffre d'affaires, ce qui reflète un mix moins favorable, davantage exposé à l'Infrastructure, ainsi que la poursuite des investissements dans les capacités ICT.

2027e-2028e : une marge stable, légèrement supérieure au plan du management

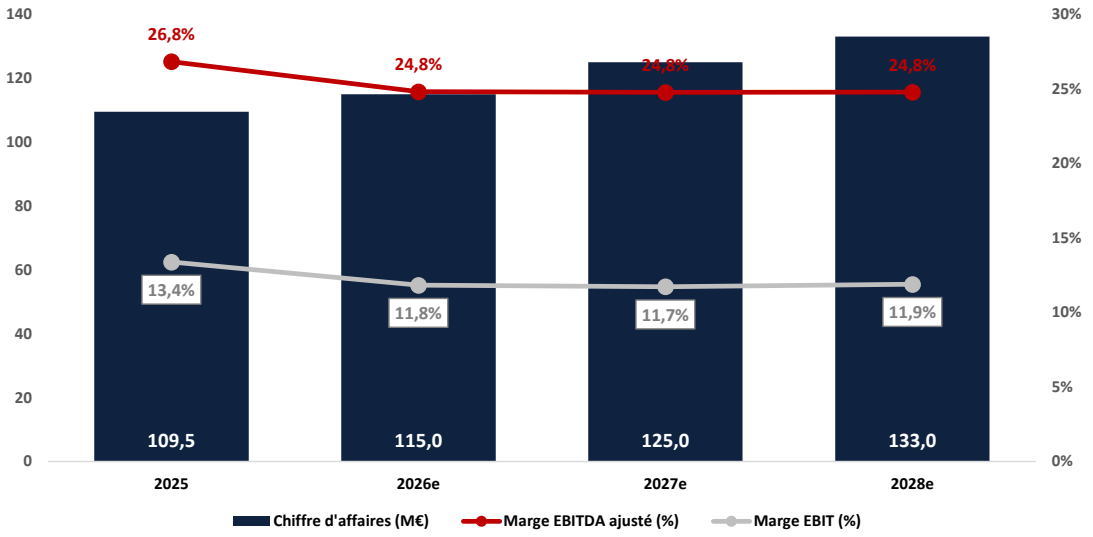
Nous prévoyons un EBITDA ajusté de 31,0 M€ en 2027e puis de 33,0 M€ en 2028e, avec une marge globalement stable à 24,8%.

Les effets de mix devraient jouer en sens opposé. La réduction progressive de l'Infrastructure et du trading de voix devrait soutenir la rentabilité, tandis qu'une exposition accrue à l'ICT, une activité plus importante en dehors de l'empreinte réseau propriétaire et un recours plus marqué aux Business Partners devraient exercer une pression sur les marges. Nous considérons donc que ces effets devraient globalement se compenser.

Notre hypothèse de marge reste légèrement supérieure à l'objectif du management d'environ 24% en 2027–2028. Ainsi, malgré nos hypothèses de chiffre d'affaires plus prudentes, l'EBITDA ajusté reste proche de la trajectoire du business plan : globalement au point médian en 2026e et 2027e, puis à la borne basse de la fourchette de 33–35 M€ en 2028e.



Estimations de CA, marges d'EBITDA ajusté et d'EBIT, 2025-2028e (M€, %)



Sources : Société, Euroland Corporate

EBIT: un levier opérationnel limité sous l'EBITDA

Nous tablons sur un EBIT de 13,6 M€ en 2026e, 14,7 M€ en 2027e et 15,8 M€ en 2028e.

Après un recul en 2026e, la marge d'EBIT se stabiliserait autour de 12% pour atteindre 11,9% en 2028e. Nous retenons une hausse des dotations aux amortissements de 12,1 M€ en 2025 à 14,7 M€ en 2028e, tout en supposant leur stabilisation en pourcentage du chiffre d'affaires.

Estimations Groupe P&L, 2025–2028e (M€)

P&L Groupe (M€)	2025	2026e	2027e	2028e
Chiffre d'affaires	**109,5**	**115,0**	**125,0**	**133,0**
Croissance (%)	*8,1%*	*5,0%*	*8,7%*	*6,4%*
EBITDA Ajusté	**29,4**	**28,5**	**31,0**	**33,0**
Marge d'EBITDA ajusté (%)	*26,8%*	*24,8%*	*24,8%*	*24,8%*
D&A	-12,1	-12,7	-13,8	-14,7
% du CA	*11,0%*	*11,0%*	*11,0%*	*11,0%*
EBIT	**14,7**	**13,6**	**14,7**	**15,8**
Marge d'EBIT (%)	*13,4%*	*11,8%*	*11,7%*	*11,9%*
Capex	-13,6	-13,8	-15,0	-16,0
Capex, en % du CA	*12,5%*	*12,0%*	*12,0%*	*12,0%*

Sources : Société, Euroland Corporate



La génération de trésorerie devrait s'améliorer, mais l'investissement reste le principal facteur de variation

Nous retenons actuellement des capex opérationnels de 13,8 M€ en 2026e, 15,0 M€ en 2027e et 16,0 M€ en 2028e, soit environ 12% du chiffre d'affaires et un niveau globalement cohérent avec le rythme récent.

Cela représente 44,8 M€ de capex cumulés sur 2026–2028e, soit un montant sensiblement inférieur à l'enveloppe d'investissement de 67 M€ communiquée dans le business plan. Nos estimations n'intègrent donc pas le déploiement complet de cette enveloppe sur la période.

Sur cette base, nous prévoyons un FCF après frais financiers de 3,6 M€ en 2026e, 6,2 M€ en 2027e et 6,7 M€ en 2028e, soit 16,5 M€ cumulés sur la période.

La conversion en trésorerie reculerait à environ 13% de l'EBITDA ajusté en 2026e. La normalisation des impôts décaissés après l'effet de rattrapage observé en 2025, à 3,3–3,8 M€ par an contre 8,5 M€, serait plus que compensée par la poursuite de l'absorption de BFR. Nous n'intégrons qu'une reprise partielle au S2, d'environ 7 M€, sur les 9,0 M€ absorbés au S1, principalement sur des projets avec les administrations publiques.

La conversion remonterait ensuite autour de 20% en 2027e–2028e, avec un BFR redevenant globalement neutre, tandis que la hausse des capex absorberait l'essentiel de la croissance de l'EBITDA. Le BFR reste donc le principal facteur de variation de nos estimations de cash-flow.

Flux de trésorerie et dette financière nette d'Unidata, 2025–2028e (M€, x)

Cash flow & dette nette (M€)	2025	2026e	2027e	2028e
EBITDA ajusté	29,4	28,5	31,0	33,0
Variation BFR	-4,5	-1,7	0,3	0,1
Capex	-13,6	-13,8	-15,0	-16,0
FCF	**6,6**	**3,6**	**6,2**	**6,7**
FCF / EBITDA ajusté (%)	*23%*	*13%*	*20%*	*20%*
PFN	**37,7**	**38,9**	**36,1**	**31,6**
PFN / Adj. EBITDA (x)	*1,3x*	*1,4x*	*1,2x*	*1,0x*

Sources : Société, Euroland Corporate

Le désendettement reprend, mais reste concentré en fin de période

Nous tablons sur une dette financière nette de 38,9 M€ fin 2026e, 36,1 M€ en 2027e et 31,6 M€ en 2028e. Le ratio dette nette / EBITDA ajusté atteindrait un point haut de 1,4x en 2026e, avant de revenir autour de 1,0x en 2028e.

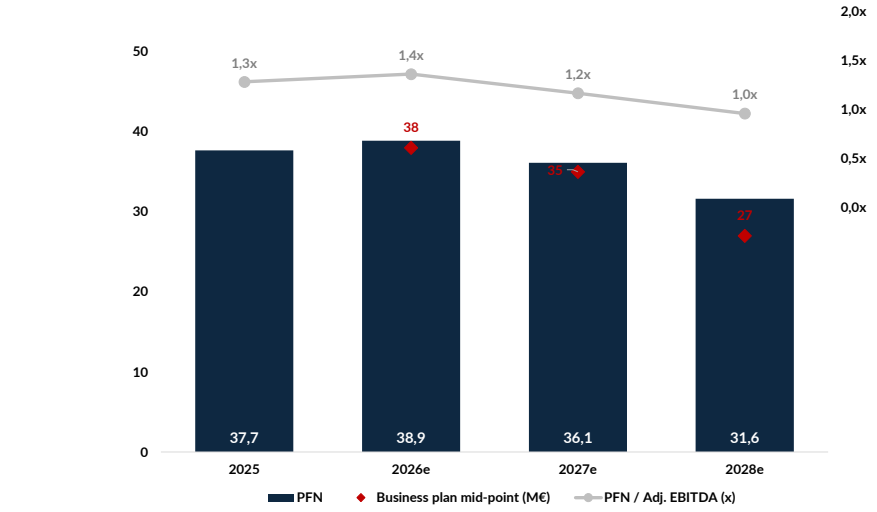
La dette nette progresserait légèrement en 2026e, pour se situer dans le haut de la guidance du management de 37–39 M€. Malgré un FCF après frais financiers de 3,6 M€, la contribution de 4,5 M€ à UniCenter, déjà versée au S1, absorbe plus que la génération

de trésorerie annuelle. Nos estimations n'intègrent par ailleurs qu'une reprise partielle au S2 de l'absorption de BFR enregistrée au premier semestre.

Le désendettement reprendrait en 2027e avant de s'accélérer en 2028e, la croissance de l'EBITDA et, en 2028e, la stabilisation du BFR compensant plus que la hausse des capex. Les besoins de financement résiduels des coentreprises restent une utilisation de trésorerie, tandis que nous n'intégrons aucun dividende provenant de ces véhicules. La dette du groupe étant à taux fixe, les charges financières restent par ailleurs protégées des variations de taux d'intérêt.

Nos estimations sont en ligne avec la guidance du management en 2026e, se situent dans le haut de la fourchette de 34–36 M€ en 2027e, puis ressortent 4–6 M€ au-dessus de l'objectif de 26–28 M€ en 2028e. Cet écart subsiste malgré notre hypothèse de capex cumulés plus faible, à 44,8 M€ contre une enveloppe de 67 M€, et reflète des hypothèses plus prudentes sur l'EBITDA et surtout sur le BFR. Le déploiement intégral de l'enveloppe d'investissement pourrait ajouter jusqu'à environ 22 M€ à la dette nette 2028e.

Évolution attendue de la dette financière nette par rapport au business plan, 2025–2028e (M€, x)



Sources : Société, Euroland Corporate

Valorisation et objectif de cours

Performance depuis l'IPO

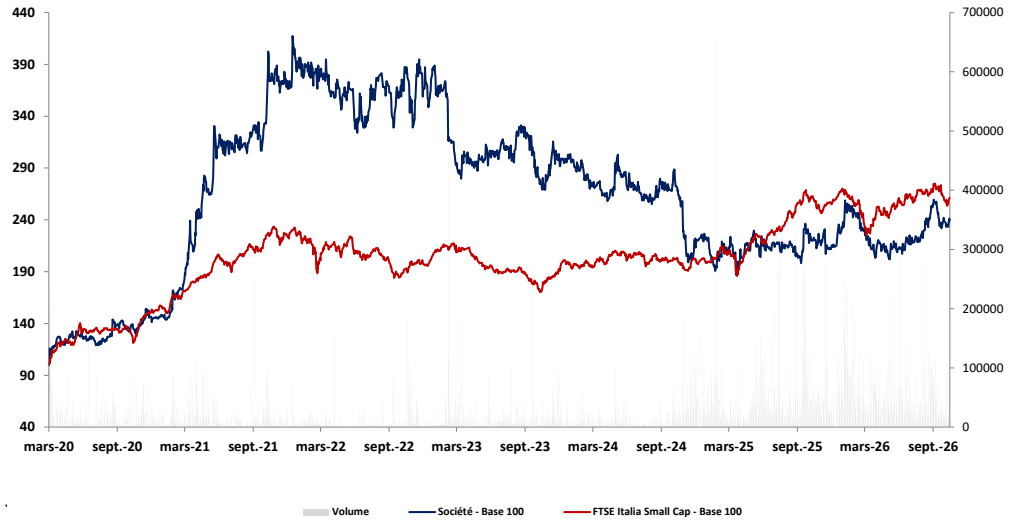
Unidata s'est introduit sur Euronext Growth Milan le 16 mars 2020 à 1,30 € par action sur une base ajustée. Le titre s'est fortement revalorisé au cours des dix-huit premiers mois, atteignant fin 2021 environ 3,5x son cours d'introduction. La thèse d'investissement reposait alors sur le caractère relativement défensif de la connectivité, une forte croissance organique, avec un chiffre d'affaires en hausse de 58% en 2021, ainsi que sur le lancement des véhicules de co-investissement Unifiber et Unitirreno.

La dynamique s'est inversée à partir de 2022. Le titre a progressivement subi un derating entre 2022 et 2024, dans un contexte de hausse des taux pesant sur les valorisations des actifs assimilables aux infrastructures, tandis que l'acquisition de TWT a profondément modifié le profil d'investissement : endettement plus élevé, marges structurellement plus faibles et ralentissement de la croissance organique. Ni le transfert de cotation sur Euronext STAR Milan en juin 2023, ni le désendettement engagé par la suite n'ont permis d'inverser cette tendance.

Depuis début 2025, le titre a évolué dans une fourchette comprise entre 2,5 € et 3,5 €, affichant une progression d'environ 19%, contre près de 32% pour le FTSE Italia Small Cap. Au 1er septembre 2026, Unidata affichait une hausse d'environ 140% depuis sa première séance de cotation, contre environ 165% pour l'indice, et de 6% sur douze mois, contre 8% pour l'indice. L'essentiel de la surperformance enregistrée en 2020–2021 a donc depuis été effacé.

Selon nous, le cours actuel ne reflète pleinement ni l'évolution du mix vers l'ICT ni la valeur du portefeuille de coentreprises. Une revalorisation nécessitera toutefois des éléments tangibles montrant que la croissance de l'ICT se traduit par une amélioration de la qualité des revenus et de la conversion en trésorerie, ainsi qu'une meilleure visibilité sur la valeur des actifs détenus via les coentreprises.

Unidata share price performance vs. FTSE Italia Small Cap since IPO (%).



Sources : Euroland Corporate, FactSet



Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

Valuation : méthode des flux de trésorerie actualisés (DCF)

Pour valoriser Unidata, nous retenons deux approches : la méthode des flux de trésorerie actualisés (DCF) et celle des multiples de sociétés cotées comparables.

Valorisation par DCF

Les principales hypothèses retenues dans notre modèle DCF sont les suivantes :

- Horizon du DCF: Notre DCF repose sur un horizon de dix ans, de 2026e à 2035e.

- Croissance du chiffre d'affaires : Sur la période 2026e–2028e, nous retenons nos estimations explicites de 115 M€, 125 M€ et 133 M€, soit un TCAM de 6,7% depuis 2025, soutenu par la montée en puissance des services ICT auprès de la base de clientèle B2B. La croissance ralentit ensuite progressivement, de 5,8% en 2029e à 1,5% en 2035e, portant le chiffre d'affaires à environ 173 M€.

- Rentabilité opérationnelle : Nous retenons une marge d'EBIT stable autour de 11,9% à partir de 2026e, cohérente avec notre hypothèse de marge d'EBITDA ajusté de 24,8%, après éliminations IAS 28 et éléments non récurrents. Nous n'intégrons aucun retour vers les pics historiques de rentabilité, en ligne avec l'objectif du management d'une marge d'EBITDA ajusté d'environ 24% en 2027–2028.

- Fiscalité: Nous appliquons un taux d'imposition normatif de 33,6%, intégrant l'IRES et l'IRAP.

- Investissements: Nous retenons des capex opérationnels représentant 12,0% du chiffre d'affaires sur l'ensemble de la période, contre des dotations aux amortissements de 11,0% du chiffre d'affaires, soit environ 0,9x les capex. Cette hypothèse reflète la poursuite des investissements du groupe dans ses réseaux et ses capacités de data centers.

- Taux d'actualisation (WACC): Nous retenons un WACC de 9,05%, reposant sur les hypothèses suivantes :
  - Un taux sans risque de 4,416% (10-year OAT italienne au 02/11/2026);
  - Une dette financière nette de 38,9 M€ en 2026e ;
  - Une prime de risque de 3,50% ;
  - Un béta désendetté de 1,50 ;
  - Un taux de croissance à l'infini de 1,5%.

Hypothèses retenues pour le calcul du WACC

Calcul du WACC	
Taux sans risque (OAT 10 ans)	4,42%
Prime de risque actions	3,50%
Bétâ désendetté	1,50
Coût moyen pondéré du capital	**9,05%**
taux de croissance à l'infini	1,50%

Source : Euroland Corporate



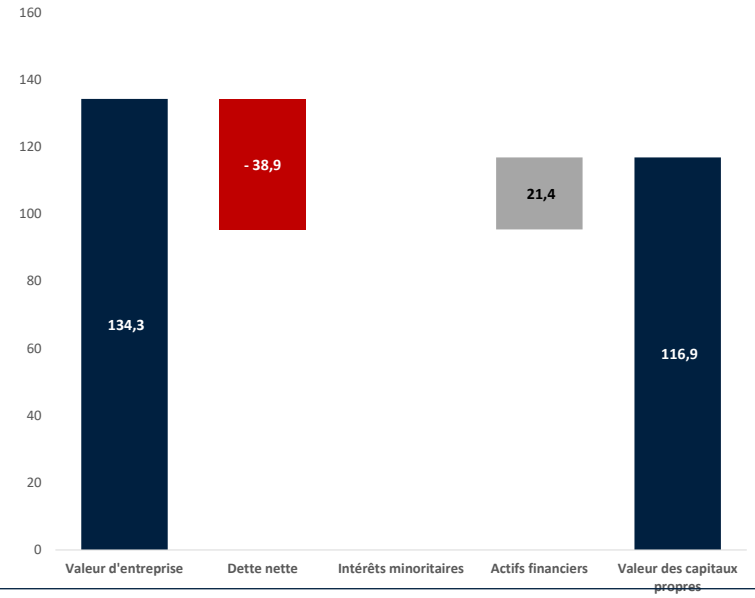
Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

Table du DCF

En M€	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e
Chiffre d'affaires	**115,0**	**125,0**	**133,0**	**140,7**	**148,0**	**154,7**	**160,8**	**166,2**	**170,7**	**173,3**
variation (%)	*5,0%*	*8,7%*	*6,4%*	*5,8%*	*5,2%*	*4,6%*	*4,0%*	*3,3%*	*2,7%*	*1,50%*
Résulat opérationnel courant	**13,6**	**14,7**	**15,8**	**16,7**	**17,6**	**18,4**	**19,1**	**19,8**	**20,3**	**20,6**
MOC (%)	*11,8%*	*11,7%*	*11,9%*	*11,9%*	*11,9%*	*11,9%*	*11,9%*	*11,9%*	*11,9%*	*11,9%*
- Impôts	-3,2	-3,6	-4,0	-5,6	-5,9	-6,2	-6,4	-6,6	-6,8	-6,9
Taux d'IS (%)	*33,6%*	*33,6%*	*33,6%*	*33,6%*	*33,6%*	*33,6%*	*33,6%*	*33,6%*	*33,6%*	*33,6%*
+ DAP nettes	12,7	13,8	14,7	15,5	16,3	17,1	17,7	18,3	18,8	19,1
en % du CA	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Cash flow opérationnel	**23,0**	**24,9**	**26,5**	**26,6**	**28,0**	**29,3**	**30,4**	**31,5**	**32,3**	**32,8**
BFR	-1,6	-1,9	-2,0	-2,1	-2,3	-2,4	-2,4	-2,5	-2,6	-2,6
en % du CA	-1,4%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%
- Variation du BFR	-1,7	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
- Investissements opérationnels	-13,8	-15,0	-16,0	-16,9	-17,8	-18,6	-19,3	-19,9	-20,5	-20,8
en % du CA	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Free Cash flow actualisé	**7,0**	**8,5**	**8,2**	**7,0**	**6,7**	**6,4**	**6,1**	**5,8**	**5,5**	**5,1**
Valeur des capitaux propres	**116,9**									
Valeur par action	**3,8**									

Source : Euroland Corporate

Bridge Valeur d'entreprise -valeur des capitaux propres, (M€)



Source : Euroland Corporate

Matrice de sensibilité

MATRICE DE SENSIBILITE

		Taux de croissance à l'infini				
		0,00%	0,50%	1,50%	1,50%	2,00%
C	8,05%	3,8	4,0	4,0	4,5	4,8
M	8,55%	4,1	4,3	4,3	4,9	5,3
P	9,05%	4,1	4,3	**4,3**	4,9	5,3
C	9,55%	3,8	4,0	4,0	4,5	4,8
	10,05%	3,3	3,4	3,4	3,8	4,0

		Taux de marge opérationnelle courante				
		10,89%	11,39%	11,89%	12,39%	12,89%
C	8,05%	4,2	4,3	4,5	4,6	4,8
M	8,55%	4,6	4,7	4,9	5,1	5,2
P	9,05%	4,6	4,7	**4,9**	5,1	5,2
C	9,55%	4,2	4,3	4,5	4,6	4,8
	10,05%	3,5	3,7	3,8	3,9	4,0

Source : Euroland Corporate

Sur la base de nos estimations et d'un **WACC de 9,05%**, notre valorisation par DCF fait ressortir une valeur de **3,8 € par action**. L'analyse de sensibilité présentée ci-dessus mesure l'impact d'une variation du taux d'actualisation, du taux de croissance à l'infini et de la marge opérationnelle normalisée sur notre valorisation.

Valorisation par comparables

Nous avons constitué deux groupes de sociétés comparables afin de refléter le double profil d'Unidata : d'une part, un panel d'opérateurs de télécommunications fixes et de connectivité B2B, qui représentent encore l'essentiel du chiffre d'affaires et de l'EBITDA du groupe ; d'autre part, un panel d'acteurs de l'ICT, du cloud et des data centers, reflétant le périmètre TechCo qu'Unidata cherche à développer.

Opérateurs télécoms

Intred : Opérateur fibre basé en Lombardie et coté sur Euronext Growth Milan, principalement positionné auprès d'une clientèle d'entreprises et exploitant son propre réseau. Il constitue le comparable coté le plus proche du modèle historique d'Unidata avant l'acquisition de TWT, combinant forte densité régionale et marges élevées.

Planetel : Opérateur télécom basé en Lombardie et coté sur Euronext Growth Milan, combinant un réseau fibre propriétaire, des accès fixes sans fil et des services d'intégration de systèmes destinés aux entreprises et aux administrations publiques.

Convergenze : Opérateur basé en Campanie et coté sur Euronext Growth Milan, actif dans la connectivité haut débit et les services ICT, parallèlement à une activité significative de fourniture d'énergie.



Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

Orange : Opérateur télécom intégré français, retenu comme référence pour la valorisation des opérateurs européens matures exposés à la téléphonie fixe et aux offres convergentes.

ICT, cloud and data centers

WIIT : Acteur italien de référence dans les services cloud dédiés aux applications critiques, coté sur Euronext STAR Milan. Le groupe exploite ses propres data centers en Italie et en Allemagne et bénéficie d'une base de revenus fortement récurrente.

DHH : Fournisseur italien de services cloud, d'hébergement et de noms de domaine, coté sur Euronext Growth Milan et principalement présent dans les régions adriatique et balkanique. Son modèle combine des revenus B2B récurrents et une stratégie de croissance par acquisitions.

Consensus des analystes sur les sociétés comparables

				CA			EBITDA			EBIT			RN		
	Capitalisation (€M)	Dette nette	VE	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3
Intred SpA	137	38	176	60	64	69	28	30	33	14	15	18	9	10	12
Planetel S.p.A.	26	18	44	45	50	55	10	12	14	4	4	6	2	2	3
Convergenze SpA Societa Benefit	12	4	17	29	32	33	5	6	6	3	4	4	2	2	3
Orange SA	38 757	39 473	78 230	45 188	48 880	49 694	15 656	16 521	17 246	7 496	7 083	7 668	4 723	3 399	3 700
WIIT SpA	748	226	974	168	183	196	71	80	87	38	46	53	16	24	29
DHH S.p.A	126	-1	125	52	64	70	15	18	20	8	10	11	4	6	7
Moyenne	**6 634,4**	**6 626,5**	**13 260,9**	**7 590,3**	**8 211,9**	**8 352,8**	**2 630,9**	**2 777,8**	**2 901,1**	**1 260,4**	**1 193,8**	**1 293,3**	**792,5**	**573,8**	**625,6**
Médiane	**131,6**	**28,4**	**150,4**	**56,2**	**63,7**	**69,3**	**21,3**	**24,0**	**26,7**	**10,9**	**12,6**	**14,6**	**6,5**	**7,8**	**9,2**

Sources : Euroland Corporate, FactSet

Compte tenu des différences de structure financière, de fiscalité et de contribution des sociétés mises en équivalence, nous privilégions les multiples EV/EBITDA et EV/EBIT plutôt que le P/E. Nous appliquons les multiples médians et moyens du panel de comparables sur la période 2026e–2028e à nos propres estimations.

Multiples de valorisation

				EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
Société	Capitalisation (€M)	Dette nette	VE	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3
Intred SpA	137	38	176	2,9x	2,8x	2,6x	6,4x	5,9x	5,3x	12,6x	11,5x	9,9x	15,7x	13,6x	11,6x
Planetel S.p.A.	26	18	44	1,0x	0,9x	0,8x	4,4x	3,7x	3,2x	11,6x	10,0x	7,6x	17,0x	12,8x	8,0x
Convergenze SpA Societa Benefit	12	4	17	0,6x	0,5x	0,5x	3,3x	2,8x	2,6x	6,0x	4,6x	4,0x	8,0x	5,7x	4,9x
Orange SA	38 757	39 473	78 230	1,7x	1,6x	1,6x	5,0x	4,7x	4,5x	10,4x	11,0x	10,2x	8,2x	11,4x	10,5x
WIIT SpA	748	226	974	5,8x	5,3x	5,0x	13,6x	12,2x	11,2x	25,9x	21,0x	18,3x	48,3x	31,5x	25,8x
DHH S.p.A	126	-1	125	2,4x	2,0x	1,8x	8,3x	7,0x	6,2x	15,7x	12,7x	10,9x	29,3x	22,6x	19,0x
Moyenne	**6 634,4**	**6 626,5**	**13 260,9**	**2,4x**	**2,2x**	**2,0x**	**6,8x**	**6,0x**	**5,5x**	**13,7x**	**11,8x**	**10,2x**	**21,1x**	**16,3x**	**13,3x**
Médiane	**131,6**	**28,4**	**150,4**	**2,1x**	**1,8x**	**1,7x**	**5,7x**	**5,3x**	**4,9x**	**12,1x**	**11,3x**	**10,1x**	**16,4x**	**13,2x**	**11,0x**

Sources : FactSet, Euroland Corporate

Notre valorisation par comparables fait ressortir une valeur de **4,5 € par action**.



Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

Valorisation et recommandation

Au total, notre valorisation combinée, reposant à **50% sur le DCF et à 50% sur les comparables**, fait ressortir un objectif de cours de **4,1 € par action**. Compte tenu d'un potentiel de hausse supérieur à **15%**, nous initions la couverture d'Unidata avec une recommandation **Achat**.

À notre objectif de cours de **4,10 €**, Unidata se valoriserait à **10,9x l'EV/EBIT 2027e** .



Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

Unidata / Télécommunications

Synthèse :

Compte de résultat (M€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Chiffre d'affaires	37	51	93	101	110	115	125	133
EBE Ajusté	14	18	24	30	29	29	31	33
Résultat opérationnel courant	**9**	**11**	**12**	**16**	**15**	**14**	**15**	**16**
Résultat opérationnel	9	11	12	16	15	14	15	16
Résultat financier	0	0	-3	-3	-2	-4	-4	-4
Impôts	-1	-3	-3	-4	-4	-3	-4	-4
Mise en équivalence	0	0	0	-1	-2	0	0	0
Part des minoritaires	0	0	0	0	0	0	0	0
Résultat net part du groupe	**8**	**8**	**7**	**9**	**7**	**6**	**7**	**8**
Bilan (M€)	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026e**	**2027e**	**2028e**
Actifs non courants	46	57	139	143	145	151	155	159
dont goodwill	0	0	38	38	38	38	38	38
BFR	-1	1	-8	-8	-3	-2	-2	-2
Disponibilités + VMP	**8**	**13**	**13**	**5**	**25**	**24**	**27**	**31**
Capitaux propres	29	37	65	73	87	93	100	108
PFN	2	9	48	44	38	39	36	32
Total Bilan	**78**	**102**	**184**	**186**	**214**	**223**	**235**	**246**
Tableau de flux (M€)	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026e**	**2027e**	**2028e**
Marge brute d'autofinancement	12	28	21	26	20	19	21	23
Variation de BFR	-5	-6	1	-2	0	-2	0	0
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	**7**	**22**	**22**	**23**	**20**	**17**	**21**	**23**
CAPEX nets	-14	-11	-18	-12	-14	-14	-15	-16
FCF	**-7**	**11**	**4**	**11**	**7**	**4**	**6**	**7**
Augmentation de capital	0	0	12	0	0	0	0	0
Variation emprunts	1	11	37	-8	15	0	0	0
Dividendes versés	0	0	0	0	0	0	0	0
Flux nets de trésorerie liés au financement	**2**	**11**	**48**	**-16**	**14**	**0**	**0**	**0**
Variation de trésorerie	-3	4	0	-8	20	-1	3	4
Ratios (%)	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026e**	**2027e**	**2028e**
Variation chiffre d'affaires		38,8%	81,6%	8,6%	8,1%	5,0%	8,7%	6,4%
Marge EBE	38,1%	35,5%	26,1%	29,3%	26,8%	24,8%	24,8%	24,8%
Marge opérationnelle courante	**24,6%**	**20,9%**	**13,2%**	**15,7%**	**13,4%**	**11,8%**	**11,7%**	**11,9%**
Marge opérationnelle	24,6%	20,9%	13,2%	15,7%	13,4%	11,8%	11,7%	11,9%
Marge nette	21,2%	14,6%	7,2%	8,4%	6,4%	5,6%	5,7%	5,9%
CAPEX (% CA)	37,6%	21,7%	18,8%	11,8%	12,5%	12,0%	12,0%	12,0%
BFR (% CA)	-3,1%	2,5%	-8,6%	-7,7%	-3,0%	-1,4%	-1,5%	-1,5%
ROCE	13,6%	13,8%	7,0%	8,9%	7,7%	6,8%	7,2%	7,6%
ROCE hors GW	**13,6%**	**13,8%**	**9,9%**	**12,3%**	**10,5%**	**9,1%**	**9,5%**	**9,9%**
ROE	27,0%	20,3%	10,4%	11,7%	8,1%	6,9%	7,1%	7,3%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ratios d'endettement	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026e**	**2027e**	**2028e**
Gearing (%)	**12,2%**	**26,6%**	**74,4%**	**60,3%**	**43,8%**	**41,8%**	**36,1%**	**29,3%**
Dette nette/EBE	0,3	0,6	2,2	1,6	1,4	1,5	1,3	1,0
EBE/charges financières	49,7	236,6	7,6	8,9	14,9	6,6	7,2	7,7
Valorisation	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026e**	**2027e**	**2028e**
Nombre d'actions (en millions)	24,6	24,6	25,3	30,9	30,9	30,9	30,9	30,9
Nombre d'actions moyen (en millions)	24,6	24,6	25,3	30,9	30,9	30,9	30,9	30,9
Cours (moyenne annuelle en euros)	3,8	4,9	4,2	3,6	2,9	3,2	3,2	3,2
(1) Capitalisation boursière moyenne	92	121	105	111	88	99	99	99
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	4	10	48	44	38	39	36	32
(3) Valeur des minoritaires	0	0	0	0	0	0	0	0
(4) Valeur des actifs financiers	-2	-8	-14	-16	-17	-21	-25	-27
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	94	122	139	139	109	116	110	103
VE/CA	**2,5**	**2,4**	**1,5**	**1,4**	**1,0**	**1,0**	**0,9**	**0,8**
VE/EBE	6,6	6,7	5,7	4,7	3,7	4,1	3,6	3,1
VE/ROC	**10,3**	**11,4**	**11,4**	**8,7**	**7,5**	**8,6**	**7,5**	**6,5**
P/E	11,8	16,1	15,7	12,9	12,6	15,5	13,9	12,6
P/B	3,2	3,3	1,6	1,5	1,0	1,1	1,0	0,9
P/CF	13,6	5,5	4,8	4,7	4,4	5,7	4,7	4,4
FCF yield (%)	**-7,6%**	**8,8%**	**3,2%**	**8,2%**	**6,1%**	**3,1%**	**5,6%**	**6,5%**
Données par action (€)	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**
Bnpa	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3
Book value/action	**1,2**	**1,5**	**2,6**	**2,4**	**2,8**	**3,0**	**3,2**	**3,5**
Dividende /action	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0



Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

Système de recommandations :

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les douze prochains mois et sont définies comme suit :

Achat : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.

Accumuler : Potentiel de hausse du titre compris entre +5% et +15% en absolu par rapport au cours actuel.

Neutre : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.

Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre -5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Vente : Potentiel de baisse du titre supérieur à -15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital…), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre EuroLand Corporate et l'émetteur.

Historique de recommandations :

Achat : Depuis le 03/11/2026

Accumuler : (-)

Neutre : (-)

Alléger : (-)

Vente : (-)

Sous revue : (-)

Méthodes d'évaluation :

Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).
2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.
3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.
4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.
5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.
6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).
7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue*
Non	Non	Non	Oui	Non	Oui



« Disclaimer / Avertissement »

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de Unidata (la « Société ») et est diffusée à titre purement informatif.

Cette étude ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre de cession ou de souscription de titres ni d'aucune invitation à une offre d'achat ou de souscription de titres. Ni la présente étude, ni une quelconque partie de cette étude, ne constitue le fondement d'un quelconque contrat ou engagement, et ne doit être utilisé à l'appui d'un tel contrat ou engagement ou constituer une incitation pour conclure un tel contrat ou engagement.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement formulées dans ce document sont entièrement celles d'EuroLand Corporate et sont données dans le cadre de ses activités usuelles de recherche et ne doivent pas être considérées comme ayant été autorisées ou approuvées par toute autre personne. Opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et il ne peut être garanti que les résultats ou évènements futurs soient en ligne avec ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations. Ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis ni notification, leur exactitude n'est pas garantie et elles peuvent être incomplètes ou synthétisées. Ce document peut donc ne pas contenir toutes les informations relatives à la Société.

EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la Société, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la Société, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière.

EuroLand Corporate n'a pas vérifié de manière indépendante les informations fournies dans cette étude. A ce titre, aucune déclaration ou garantie, implicite ou explicite, n'est donnée quant à la sincérité, l'exactitude, l'exhaustivité ou la véracité des informations, opinions, prévisions, projections et/ou estimations contenues dans la présente étude. EuroLand Corporate, ni aucun de ses membres, dirigeants, employés ou conseillers, ni toute autre personne n'accepte d'être tenu d'une quelconque responsabilité (en raison d'une négligence ou autrement) pour tout préjudice de quelque nature que ce soit qui résulterait de l'utilisation de la présente étude, de son contenu, de son exactitude, de toute omission dans la présente étude, ou encore lié d'une quelconque manière à la présente étude.

La présente étude ne peut être reproduite, communiquée ou diffusée, directement ou indirectement, dans son intégralité ou en partie, de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Corporate.

Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, ce document s'adresse uniquement aux personnes qui (i) sont des professionnels en matière d'investissements au sens de l'article 19(5) du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (tel qu'actuellement en vigueur, ci-après le « Financial Promotion Order »), (ii) sont visées à l'article 49(2) (a) à (d) (« high net worth companies, unincorporated associations etc. ») du Financial Promotion Order, (iii) sont en dehors du Royaume-Uni, ou (iv) sont des personnes à qui une invitation ou une incitation à s'engager dans des activités d'investissement (au sens de la section 21 du Financial Services and Markets Act 2000) dans le cadre de l'émission ou de la cession de toutes valeurs mobilières peut être légalement communiquée, directement ou indirectement (toutes ces personnes étant dénommées ensemble, les « Personnes Habilitées »). Ce document s'adresse uniquement aux Personnes Habilitées et ne peut être utilisé par aucune personne autre qu'une Personne Habilitée. Toute personne autre qu'une Personne Habilitée doit s'abstenir d'utiliser ou de se fonder sur le présent document et les informations qu'il contient.

Ni ce document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué aux Etats-Unis d'Amérique, ou être distribués, directement ou indirectement, aux Etats-Unis d'Amérique. Tout manquement à cette restriction peut constituer une violation de la règlementation boursière des Etats-Unis d'Amérique.

Ni le présent document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué au Canada, en Australie, ou au Japon. La distribution du présent document dans d'autres juridictions peut constituer une violation des dispositions légales et règlementaires en vigueur. Les personnes entrant en possession de ce document doivent s'informer et se conformer à ces lois et règlements. En acceptant de recevoir cette note de recherche, vous acceptez d'être lié par les restrictions visées ci-dessus."

Euroland Corporate 17 avenue George V 75008 Paris
01 44 70 20 80

